MISHKIN

KINH TẾ HỌC VỀ TIỀN, NGÂN HÀNG VÀ THỊ TRƯỜNG TÀI CHÍNH



ẤN BẢN THỨ 12



PGS. TS. Phan Trần Trung Dũng *dịch*





NHÀ XUẤT BẢN TÀI CHÍNH

KINH TẾ HỌC VỀ

TIỀN, NGÂN HÀNG, VÀ THỊ TRƯỜNG TÀI CHÍNH

KINH TẾ HỌC VỀ TIỀN, NGÂN HÀNG VÀ THỊ TRƯỜNG TÀI CHÍNH (Ấn bản thứ 12)
Chịu trách nhiệm xuất bản và nội dung:
Giám đốc – Tổng biên tập
PHAN NGỌC CHÍNH

Biên tập: Trần Thị Hải Yến
Trình bày, minh họa: Phạm Việt Quang
Đơn vị liên kết: **CÔNG TY TNHH THƯƠNG MẠI VÀ DỊCH VỤ VĂN HÓA HÀ NỘI**
Địa chỉ: 101 ngõ 69A Hoàng Văn Thái, P. Khương Mai, Thanh Xuân, Hà Nội

NHÀ XUẤT BẢN TÀI CHÍNH
FINANCE PUBLISHING HOUSE (Tên viết tắt: FPH)
Số 7 Phan Huy Chú, Phường Phan Chu Trinh, Quận Hoàn Kiếm, Hà Nội
ĐT: 024.3826.4565 - 0913.035.079
Email: phongbientap.nxbtc@gmail.com - Website: fph.gov.vn

CHI NHÁNH NHÀ XUẤT BẢN TÀI CHÍNH TẠI TP. HỒ CHÍ MINH
138 Nguyễn Thị Minh Khai, Phường 6, Quận 3, TP. Hồ Chí Minh
ĐT: 028.3859.6002

In 1000 cuốn, khổ 20.32x25.4 tại Công ty Cổ phần In và Truyền thông Hợp Phát. Địa chỉ: Căn hộ 807 nhà N2D KĐT Trung Hòa Nhân Chính, phường Nhân Chính, quận Thanh Xuân, TP Hà Nội.
Số xác nhận ĐKXB: 1830-2021/CXBIPH/1-41/TC. Số QĐXB: 110/QĐ-NXBTC.
Mã ISBN: 978-604-79-2794-4. In xong và nộp lưu chiểu Quý IV năm 2021.

KINH TẾ HỌC
VỀ TIỀN, NGÂN HÀNG VÀ THỊ TRƯỜNG TÀI CHÍNH

Ấn bản thứ 12

PGS. TS. Phan Trần Trung Dũng *dịch*

Frederic S. Mishkin
Đại học Columbia

Pearson

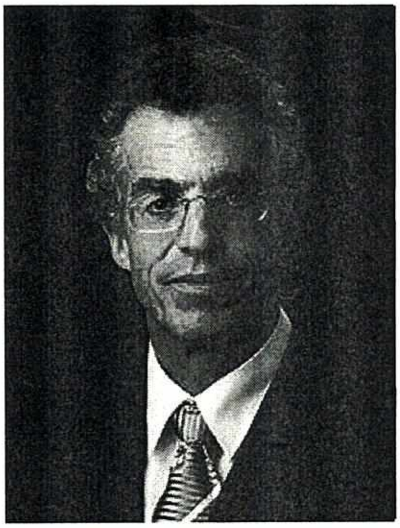
KHẢI MINH BOOK
NHÀ XUẤT BẢN TÀI CHÍNH

Pearson

Khải Minh Book
khaiminhbook vn

Dành tặng Sally

TÁC GIẢ



Frederic S. Mishkin là Giáo sư Alfred Lerner về Định chế Tài chính và Ngân hàng tại Trường Kinh doanh Sau đại học, Đại học Columbia. Ông cũng là Cộng tác viên Nghiên cứu tại Cục Nghiên cứu Kinh tế Quốc gia, đồng giám đốc Diễn đàn Chính sách Tiền tệ Hoa Kỳ, thành viên của Nhóm Công tác Squam Lake về Cải cách Tài chính, và là cựu chủ tịch của Hiệp hội Kinh tế Phương Đông. Kể từ khi nhận bằng Tiến sĩ từ Học viện Công nghệ Massachusetts năm 1976, ông đã giảng dạy tại Đại học Chicago, Đại học Northwestern, Đại học Princeton và Columbia. Ông cũng đã nhận được học vị giáo sư danh dự của Đại học Nhân dân (Renmin) của Trung Quốc. Từ năm 1994 đến năm 1997, ông là Phó Chủ tịch Điều hành kiêm Giám đốc Nghiên cứu của Ngân hàng Dự trữ Liên bang New York và là nhà kinh tế cộng tác của Ủy ban Thị trường Mở Liên bang của Hệ thống Dự trữ Liên bang. Từ tháng 9 năm 2006 đến tháng 8 năm 2008, ông là thành viên (thống đốc) của Hội đồng Thống đốc của Hệ thống Dự trữ Liên bang.

Nghiên cứu của Giáo sư Mishkin tập trung vào chính sách tiền tệ và tác động của nó đối với thị trường tài chính và tổng nền kinh tế. Ông là tác giả của hơn hai mươi cuốn sách, bao gồm *Macroeconomics: Policy and Practice*, Second Edition (Pearson, 2015); *Financial Markets and Institutions*, Ninth Edition (Pearson, 2018); *Monetary Policy Strategy* (MIT Press, 2007); *The Next Great Globalization: How Disadvantaged Nations Can Harness Their Financial Systems to Get Rich* (Princeton University Press, 2006); *Inflation Targeting: Lessons from the International Experience* (Princeton University Press, 1999); *Money, Interest Rates, and Inflation* (Edward Elgar, 1993); and *A Rational Expectations Approach to Macroeconometrics: Testing Policy Ineffectiveness and Efficient Markets Models* (University of Chicago Press, 1983). Ngoài ra, ông đã xuất bản hơn 200 bài báo trên các tạp chí như *American Economic Review, Journal of Political Economy, Econometrica, Quarterly Journal of Economics, Journal of Finance*, và *Journal of Monetary Economics.*

Giáo sư Mishkin từng ở trong ban biên tập của *American Economic Review* và là phó tổng biên tập tại *Journal of Business and Economic Statistics, Journal of Applied Econometrics, Journal of Economic Perspectives, Journal of International Money and Finance,* and *Journal of Money, Credit and Banking*; ông cũng từng là biên tập viên của tờ *Economic Policy Review* thuộc Ngân hàng Dự trữ Liên bang New York . Ông hiện là phó tổng biên tập (thành viên ban biên tập) tại sáu tạp chí học thuật, bao gồm *International Finance; Finance India; Review of Development Finance; Borsa Economic Review; PSU Research Review* and *Emerging Markets,* and *Finance and Trade.* Ông đã từng là cố vấn cho Hội đồng Thống đốc của Hệ thống Dự trữ Liên bang, Ngân hàng Thế giới và Quỹ Tiền tệ Quốc tế, cũng như nhiều ngân hàng trung ương trên toàn thế giới. Ông cũng là thành viên của Ban Cố vấn Quốc tế cho Dịch vụ Giám sát Tài chính của Hàn Quốc và là cố vấn cho Viện Nghiên cứu Kinh tế và Tiền tệ tại Ngân hàng Hàn Quốc. Giáo sư Mishkin là Nghiên cứu viên cao cấp tại Trung tâm Nghiên cứu Ngân hàng của Công ty Cổ phần Bảo hiểm Tiền gửi Liên bang và là cố vấn học thuật phục vụ và phục vụ trong Ban Cố vấn Kinh tế và Ban Cố vấn Tiền tệ của Ngân hàng Dự trữ Liên bang New York.

Nội dung tóm tắt

Các chương bổ sung trên MyLab Economics

Nội dung chi tiết

PHẦN 1 Giới thiệu 1

CHƯƠNG 5
Hành vi của Lãi suất 86

CHƯƠNG 5 PHỤ LỤC 1
Các mô hình Định giá Tài sản

Truy cập MyLab Economics, www.pearson.com/mylab/economics

CHƯƠNG 5 PHỤ LỤC 2
Áp dụng Phương pháp Tiếp cận Thị trường Tài sản cho Thị trường Hàng hóa: Trường hợp Vàng

Truy cập MyLab Economics, www.pearson.com/mylab/economics

CHƯƠNG 5 PHỤ LỤC 3
Khung lý thuyết Quỹ cho vay

Truy cập MyLab Economics, www.pearson.com/mylab/economics

CHƯƠNG 6
Cấu trúc Rủi ro và Kỳ hạn của Lãi suất 117

CHƯƠNG 7
Thị trường Cổ phiếu, Lý thuyết Kỳ vọng Hợp lý và Giả thuyết Thị trường Hiệu quả 141

CHƯƠNG 9
Hoạt động Ngân hàng và Quản lý các Định chế Tài chính 188

CHƯƠNG 9 PHỤ LỤC 1
Phân tích kỳ hạn trung bình

Truy cập MyLab Economics, www.pearson.com/mylab/economics

CHƯƠNG 9 PHỤ LỤC 2
Đo lường hiệu quả hoạt động của ngân hàng

Truy cập MyLab Economics, www.pearson.com/mylab/economics

CHƯƠNG 10
Phân tích Kinh tế về Điều tiết Tài chính 217

CHƯƠNG 10 PHỤ LỤC 1
Khủng hoảng Ngân hàng và S&L những năm

Truy cập MyLab Economics, www.pearson.com/mylab/economics

CHƯƠNG 10 PHỤ LỤC 2
Khủng hoảng ngân hàng trên toàn thế giới

Truy cập MyLab Economics, www.pearson.com/mylab/economics

CHƯƠNG 11
Ngành Ngân hàng: Cấu trúc và Cạnh tranh 236

CHƯƠNG 14 PHỤ LỤC 2
Số nhân tiền M2

Truy cập MyLab Economics, www.pearson.com/mylab/economics

CHƯƠNG 14 PHỤ LỤC 3
Giải thích hành vi của tỷ lệ tiền giấy

Truy cập MyLab Economics, www.pearson.com/mylab/economics

CHƯƠNG 14 PHỤ LỤC 4
Hoảng loạn ngân hàng trong Đại khủng hoảng, 1930–1933, và Cung tiền

Truy cập MyLab Economics, www.pearson.com/mylab/economics

CHƯƠNG 15
Công cụ của Chính sách Tiền tệ 343

CHƯƠNG 16
Thực thi Chính sách Tiền tệ: Chiến lược và Chiến thuật 369

CHƯƠNG 16 PHỤ LỤC 1
Định vị mục tiêu tiền tệ

Truy cập MyLab Economics, www.pearson.com/mylab/economics

CHƯƠNG 16 PHỤ LỤC 2
Lược sử hoạch định chính sách của Cục Dự trữ Liên bang

Truy cập MyLab Economics, www.pearson.com/mylab/economics

PHẦN 5 Chính sách Tài chính và Tiền tệ Quốc tế 403

CHƯƠNG 17
Thị trường Ngoại hối 404

PHỤ LỤC CHƯƠNG 17
Điều kiện Ngang giá Lãi suất 428

CHƯƠNG 18
Hệ thống Tài chính Quốc tế 432

CHƯƠNG 22 PHỤ LỤC 3

Phép toán của Mô hình Tổng cầu và Tổng cung

Truy cập MyLab Economics, www.pearson.com/mylab/economics

CHƯƠNG 22 PHỤ LỤC 4

Nguyên tắc Taylor và Ổn định lạm phát

Truy cập MyLab Economics, www.pearson.com/mylab/economics

CHƯƠNG 23

Lý thuyết Chính sách Tiền tệ 559

CHƯƠNG 24

Vai trò của Kỳ vọng trong Chính sách Tiền tệ 588

Những nội dung bổ sung trên Mylab Economics

Các chương và phụ lục sau có trên MyLab Economics www.pearson.com/mylab/economics

CHƯƠNG 1

Khủng hoảng tài chính trong các nền kinh tế thị trường mới nổi 1

CHƯƠNG 2

Mô hình ISLM 1

PHỤ LỤC CHƯƠNG 2
Phép toán của Mô hình *ISLM* 21

CHƯƠNG 3
Tài chính phi ngân hàng 1

LỜI NÓI ĐẦU

Chưa bao giờ mà việc tìm hiểu về tiền và ngân hàng lại thú vị như lúc này. Cuộc khủng hoảng tài chính toàn cầu gần đây và hậu quả của nó đã làm nổi bật tầm quan trọng của các ngân hàng, thị trường tài chính và chính sách tiền tệ đối với sức khỏe của nền kinh tế của chúng ta. Tôi đã trải nghiệm điều này trực tiếp khi giữ chức Thống đốc Hệ thống Dự trữ Liên bang từ năm 2006 đến năm 2008. Và trong cuốn sách này, tôi muốn nhấn mạnh bức nền phong phú về các sự kiện kinh tế gần đây để làm sống động nghiên cứu về tiền, ngân hàng và thị trường tài chính.

ĐIỂM MỚI TRONG ẤN BẢN NÀY

Mặc dù cuốn sách này đã trải qua một lần sửa đổi lớn, nhưng nó vẫn giữ được những dấu ấn cơ bản đã khiến nó trở thành cuốn sách giáo khoa về tiền và ngân hàng bán chạy nhất trong 11 lần xuất bản vừa qua. Cũng như các ấn bản trước đây, ấn bản thứ mười hai này sử dụng các nguyên tắc kinh tế cơ bản để giải thích thị trường tài chính, các định chế tài chính và chính sách tiền tệ một cách chặt chẽ và rõ ràng. Với mỗi ấn bản, tôi cập nhật nội dung và tính năng dựa trên phản hồi thị trường từ các giáo sư kinh tế và sinh viên sử dụng cuốn sách cũng như các biến động tài chính thế giới mới nhất. Trong một số ấn bản trước đây, các tài sản kỹ thuật số cho cuốn sách này, có sẵn trên MyLab Economics, đã phát triển và mở rộng.

Nội dung mới

Những phát triển mới trong lĩnh vực tiền tệ và ngân hàng đã thúc đẩy tôi thêm các phần, hộp và ứng dụng mới sau đây để giữ cho cuốn sách luôn cập nhật:

- Phần mới về tiền, ngân hàng và thị trường tài chính và sự nghiệp của bạn (Chương 1) để cho sinh viên thấy việc nghiên cứu về tiền, ngân hàng và thị trường tài chính có thể giúp thăng tiến sự nghiệp của họ như thế nào, ngay cả khi họ không làm việc ở Phố Wall hoặc trong một ngân hàng.
- Một hộp toàn cầu mới về lãi suất âm ở Nhật Bản, Hoa Kỳ và Châu Âu (Chương 4) minh họa mặc dù lãi suất dương là điều bình thường, nhưng gần đây chúng ta đã thấy lãi suất âm ở một số quốc gia.
- Một hộp ứng dụng mới về cách thức lạm phát thấp và đình trệ kinh niên có thể giải thích lãi suất thấp ở Châu u, Nhật Bản và Hoa Kỳ (Chương 5) cho thấy mô hình cung và cầu giải thích các biến động lãi suất hiện tại như thế nào.
- Các phần mới về Đạo luật Dodd-Frank (Chương 12) mô tả các Thuật ngữ quan trọng về các cuộc kiểm tra sức chịu đựng hàng năm và các giới hạn về cho vay của Cục Dự trữ Liên bang.
- Một phần mới về hướng phát triển của quy định trong tương lai sau Dodd-Frank (Chương 12) thảo luận về các cuộc tranh luận hiện tại tại Quốc hội về quy định tài chính.
- Phần mới về lãi suất âm đối với tiền gửi của các ngân hàng tại ngân hàng trung ương (Chương 15) mô tả công cụ chính sách tiền tệ mới, phi truyền thống này và mức độ hiệu quả của nó.

- Phần mới về lãi suất dự trữ do Ngân hàng Trung ương Châu Âu trả (Chương 15) mô tả công cụ chính sách quan trọng này của ECB.
- Một thảo luận sửa đổi về lý thuyết ngang giá sức mua và tại sao nó không giải thích đầy đủ về tỷ giá hối đoái trong ngắn hạn (Chương 17) cung cấp một dự đoán rõ ràng hơn so với ấn bản trước.
- Một ứng dụng mới về Burgernomics, Big Macs và Sức mua tương đương (Chương 17) là một cách thú vị để cho sinh viên thấy cách thức hoạt động của ngang giá sức mua trong thực tế.
- Một ứng dụng mới về Brexit và bảng Anh (Chương 17) thảo luận về sự rút lui của Anh khỏi đồng euro và tại sao nó lại có tác động lớn đến giá trị của đồng tiền Anh.
- Phần sửa đổi về cán cân thanh toán (Chương 18) cung cấp một cuộc thảo luận rõ ràng hơn về các mục chính trong cán cân thanh toán mà sinh viên được nghe trên các phương tiện truyền thông.
- Hộp toàn cầu sửa đổi về việc liệu chúng ta có nên lo lắng về thâm hụt tài khoản vãng lai lớn của Hoa Kỳ hay không (Chương 18) giúp sinh viên giải thích các tuyên bố được đưa ra về tài khoản vãng lai trên cả phương tiện truyền thông và Quốc hội.

Ngoài ra, các số liệu và bảng biểu đã được cập nhật dữ liệu đến năm 2017. Khoảng 80 số liệu có sẵn trên MyLab Economics dưới dạng video bài giảng mini. Một số bài toán cuối mỗi chương được cập nhật hoặc mới. Sinh viên có thể hoàn thành những vấn đề này trên MyLab Economics nơi họ nhận được phản hồi tức thì và hướng dẫn hướng dẫn.

GIẢI QUYẾT THÁCH THỨC DẠY VÀ HỌC

Điều quan trọng là sinh viên phải hiểu các mô hình, thuật ngữ chính và phương trình trong bất kỳ sách giáo khoa kinh tế nào. Tuy nhiên, sinh viên có thể sa lầy vào chi tiết này và bỏ lỡ bức tranh lớn hơn. Nội dung, cấu trúc và các tính năng của cuốn sách này được thiết kế dựa trên phản hồi của thị trường và nhiều năm kinh nghiệm giảng dạy để xây dựng cho sinh viên kỹ năng áp dụng các yếu tố này -- mô hình, thuật ngữ và phương trình -- vào các sự kiện trong thế giới thực. Sinh viên cũng học cách áp dụng những gì họ học được vào các quyết định có liên quan trực tiếp đến cuộc sống của họ, chẳng hạn như điều gì có thể xảy ra với lãi suất vay mua ô tô hoặc thế chấp và tại sao các sự kiện có thể ảnh hưởng đến tỷ lệ thất nghiệp, điều này có thể có tác động lớn đến mức độ dễ dàng nó là để họ có được một công việc.

Tính năng học tập của Hallmark

Dưới đây là tổng quan về các tính năng nổi bật của cuốn sách giải quyết các vấn đề giảng dạy và tạo điều kiện học tập cho sinh viên.

- **Khung lý thuyết phân tích thống nhất** sử dụng một số nguyên tắc kinh tế cơ bản cho phép sinh viên phát triển một cách phân tích có kỷ luật, hợp lý về cấu trúc của thị trường tài chính và hiểu được những thay đổi về ngoại hối, quản lý định chế tài chính và vai trò của chính sách tiền tệ trong nền kinh tế.
- **Sự phát triển cẩn thận, từng bước của các mô hình kinh tế** (cách tiếp cận được sử dụng trong các nguyên tắc tốt nhất của sách giáo khoa kinh tế), giúp sinh viên học dễ dàng hơn.
- **Đồ thị và Video bài giảng mini** với chú thích chi tiết giúp sinh viên hiểu rõ ràng mối quan hệ qua lại giữa các biến được vẽ và nguyên tắc phân tích. Cuốn sách điện tử Pearson nâng cao trong MyLab Economics cung cấp một phương pháp học tập mới đặc biệt hướng đến sinh viên ngày nay. Sinh viên không chỉ có thể đọc tài liệu trong sách giáo khoa mà chỉ đơn giản bằng việc nhấp chuột vào biểu tượng, sinh viên sẽ có thể xem hơn

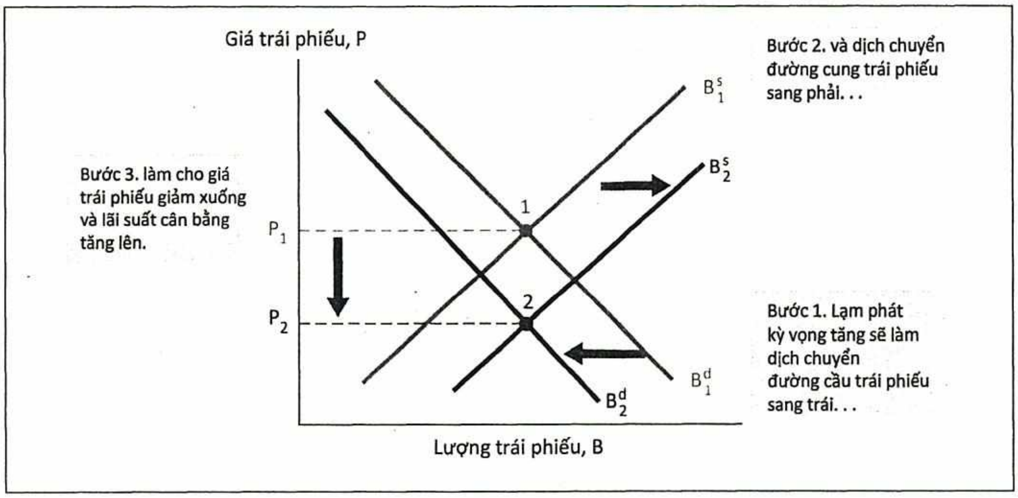
80 video bài giảng nhỏ do tác giả trình bày, một video cho mỗi số liệu phân tích trong cuốn sách. Đối với các số liệu phân tích, các bài giảng mini này xây dựng từng bước đồ thị và giải thích bằng trực giác cần thiết để hiểu đầy đủ lý thuyết đằng sau biểu đồ. Các bài giảng mini là một công cụ học tập vô giá cho những sinh viên thường học tốt hơn khi họ nhìn và nghe các phân tích kinh tế so với đọc.

MyLab Economics Bài giảng mini

HÌNH 4

Phản ứng với sự thay đổi trong lạm phát kỳ vọng

Khi lạm phát kỳ vọng tăng, đường cung thay đổi từ B_1^s đến B_2^s, và đường cầu thay đổi từ B_1^d đến B_2^d. Điểm cân bằng di chuyển từ điểm 1 đến điểm 2, làm cho giá trái phiếu cân bằng giảm từ P_1 xuống P_2 và lãi suất cân bằng tăng lên.



- Việc tích hợp hoàn chỉnh các góc độ quốc tế trong suốt cuốn sách thông qua việc sử dụng các **hộp Toàn cầu.** Những hộp này trình bày một số phân tích thú vị có trọng tâm quốc tế.

Toàn cầu **Tỷ giá hối đoái có tuân theo biến động ngẫu nhiên?**

Mặc dù giả thuyết thị trường hiệu quả thường được áp dụng cho thị trường cổ phiếu, nó cũng có thể được sử dụng để chỉ ra rằng tỷ giá hối đoái, giống như giá cổ phiếu, nói chung tuân theo biến động ngẫu nhiên. Để xem tại sao lại như vậy, hãy xem xét điều gì sẽ xảy ra nếu các nhà đầu tư dự đoán được rằng một đồng tiền sẽ tăng giá 1% trong tuần tới. Bằng cách mua đồng tiền này, họ có thể kiếm được lợi suất lớn hơn 50%/năm, có khả năng cao hơn nhiều so với lợi suất cân bằng khi nắm giữ một đồng tiền. Kết quả là, các nhà đầu tư sẽ ngay lập tức mua đồng tiền đó và làm tăng giá hiện tại của nó, do đó làm giảm lợi suất kỳ vọng. Quá trình sẽ chỉ dừng lại khi sự thay đổi có thể dự đoán được trong tỷ giá hối đoái giảm xuống gần 0 để dự báo tối ưu về lợi suất không còn khác với lợi suất cân bằng. Tương tự như vậy, nếu các nhà đầu tư có thể dự đoán rằng đồng tiền sẽ giảm giá 1% trong tuần tới, họ sẽ bán nó cho đến khi sự thay đổi có thể dự đoán được trong tỷ giá hối đoái gần bằng không. Do đó, giả thuyết thị trường hiệu quả ngụ ý rằng trong thực tế những thay đổi trong tương lai của tỷ giá hối đoái là không thể đoán trước được; nói cách khác, tỷ giá hối đoái tuân theo biến động ngẫu nhiên. Dữ liệu thu được cũng đã chứng minh hành vi ngẫu nhiên của tỷ giá hối đoái.

- **Hộp Bên trong Fed** cung cấp cho sinh viên hình dung về cấu trúc và hoạt động của Cục Dự trữ Liên bang.

Bên trong Fed **Thiên tài chính trị của những người sáng lập hệ thống dự trữ liên bang**

Lịch sử của Hoa Kỳ hàm chứa sự thù địch công khai đối với các ngân hàng và đặc biệt là ngân hàng trung ương. Bằng cách nào các chính trị gia thành lập Cục Dự trữ Liên bang có thể thiết kế nên một hệ thống sẽ trở thành một trong những định chế uy tín nhất ở Hoa Kỳ?

Câu trả lời là những người sáng lập nhận ra rằng nếu quyền lực quá tập trung ở Washington, hoặc New York, hai thành phố mà nhiều người Mỹ rất sẵn sàng để ghét, thì một ngân hàng trung ương Mỹ có thể không có đủ sự ủng hộ của công chúng để hoạt động hiệu quả. Do đó, họ quyết định thiết lập một hệ thống phi tập trung với 12 Ngân hàng Dự trữ Liên bang trải dài khắp đất nước, để đảm bảo rằng tất cả các khu vực của đất nước đều có đại diện trong các cuộc thảo luận về chính sách tiền tệ. Ngoài ra, họ còn tổ chức các Ngân hàng Dự trữ Liên bang dưới dạng bán tư nhân và đặt chúng dưới sự giám sát từ giám đốc thuộc khu vực tư nhân sống ở mỗi hạt. Các giám đốc này sẽ đại diện cho quan điểm tại mỗi khu vực và liên hệ chặt chẽ với chủ tịch Ngân hàng Dự trữ Liên bang của mình. Cấu trúc khác thường của Hệ thống Dự trữ Liên bang đảm bảo rằng các vấn đề khu vực sẽ được đề cập, thể hiện rõ trong các ấn phẩm của Ngân hàng Dự trữ Liên bang. Nếu không có cấu trúc khác thường này, Hệ thống Dự trữ Liên bang có thể đã rất xa lạ với công chúng, khiến định chế này kém hiệu quả hơn nhiều.

- **Các ứng dụng,** với số lượng hơn 50, mô tả cách phân tích đã trình bày có thể được sử dụng để giải thích nhiều tình huống quan trọng trong thế giới thực.

ỨNG DỤNG Phát triển tài chính và tăng trưởng kinh tế

Nghiên cứu gần đây đã phát hiện ra rằng một lý do quan trọng khiến nhiều nước đang phát triển và các nước cộng sản cũ như Nga (được gọi là các nước đang chuyển đổi) có tốc độ tăng trưởng kinh tế rất thấp là do hệ thống tài chính của họ kém phát triển (một tình huống được gọi là *kìm hãm tài chính*).[5] Phân tích kinh tế về cấu trúc tài chính giúp giải thích cách một hệ thống tài chính kém phát triển dẫn đến tình trạng phát triển kinh tế và tăng trưởng kinh tế thấp.

- **Các hộp Đọc thêm** nêu bật các tình tiết lịch sử kịch tính, các ý tưởng thú vị và các tình tiết hấp dẫn liên quan đến nội dung của chương.

Đọc thêm **Bạn có nên thuê một con vượn làm cố vấn đầu tư của mình không?**

Tờ *San Francisco Chronicle* đã dùng một cách thú vị để đánh giá mức độ thành công của các cố vấn đầu tư trong chọn cổ phiếu. Họ yêu cầu tám nhà phân tích chọn ra năm cổ phiếu vào đầu năm và sau đó so sánh kết quả đầu tư từ các cổ phiếu họ đã chọn với những lựa chọn của Jolyn, một con đười ươi sống tại Marine World / Africa USA ở Vallejo, California. Kết quả là Jolyn và các cố vấn đầu tư có tỷ lệ thắng bại tương đương với nhau. Với kết quả này, bạn hoàn toàn có thể thuê một con đười ươi làm cố vấn đầu tư cho mình!

- **Câu hỏi cuối chương và các bài tập ứng dụng**, với hơn 600 câu hỏi, giúp sinh viên học chủ đề bằng cách áp dụng các khái niệm kinh tế.

CÂU HỎI

Tất cả các câu hỏi đều có trong **MyLab Economics** *tại* www.pearson.com/mylab/economics.

1. Nếu người quản lý phòng giao dịch thị trường mở nghe tin rằng một cơn bão tuyết sắp tấn công thành phố New York, gây khó khăn cho việc xuất trình séc để thanh toán ở đó và do đó làm gia tăng tiền đang chuyển, người quản lý thị trường mở sẽ thực hiện những hoạt động phòng thủ nào?
2. Trong kỳ nghỉ lễ, khi tỷ lệ nắm giữ tiền giấy của công chúng tăng lên, hoạt động thị trường mở phòng thủ nào thường xảy ra? Tại sao?
3. Nếu Kho bạc thanh toán một hóa đơn lớn cho các nhà thầu quốc phòng và kết quả là tiền gửi của họ tại Fed giảm, người quản lý thị trường mở phòng thủ sẽ thực hiện những hoạt động phòng thủ nào?

này đúng, sai hay không chắc chắn? Giải thích câu trả lời của bạn.

6. "Lãi suất quỹ liên bang không bao giờ được cao hơn lãi suất chiết khấu." Tuyên bố này đúng, sai hay không chắc chắn? Giải thích câu trả lời của bạn.
7. "Lãi suất quỹ liên bang không bao giờ được thấp hơn lãi suất trả cho dự trữ." Tuyên bố này đúng, sai hay không chắc chắn? Giải thích câu trả lời của bạn.
8. Tại sao trả lãi cho dự trữ là một công cụ quan trọng của Cục Dự trữ Liên bang trong việc quản lý các cuộc khủng hoảng?
9. Tại sao các thỏa thuận mua lại được sử dụng để thực hiện hầu hết các hoạt động chính sách tiền tệ ngắn hạn, thay vì đơn giản mua và bán đứt chứng khoán?

MyLab Economics

Tiếp cận mọi sinh viên bằng cách ghép nối cuốn sách này với MyLab Economics là nền tảng giảng dạy và học tập cho phép bạn tiếp cận mọi sinh viên. Bằng cách kết hợp nội dung của tác giả đáng tin cậy với các công cụ kỹ thuật số và nền tảng linh hoạt, MyLab cá nhân hóa trải nghiệm học tập và cải thiện kết quả cho từng sinh viên. Tìm hiểu thêm về MyLab Economics tại www.pearson.com/mylab/economics.

Cung cấp nội dung đáng tin cậy Bạn xứng đáng nhận được tài liệu giảng dạy đáp ứng các tiêu chuẩn cao của riêng bạn cho khóa học của bạn. Đó là lý do tại sao chúng tôi hợp tác với các tác giả có uy tín cao để phát triển nội dung tương tác và các tài nguyên dành riêng cho khóa học mà bạn có thể tin tưởng — và điều đó giúp sinh viên của bạn luôn tham gia.

Trao quyền cho mỗi học viên Mỗi sinh viên học với một tốc độ khác nhau. Học tập cá nhân hóa xác định chính xác các lĩnh vực mà mỗi sinh viên cần thực hành, cung cấp cho tất cả sinh viên sự hỗ trợ mà họ cần — khi nào và ở đâu họ cần — để thành công.

Dạy khóa học theo cách của bạn Khóa học của bạn là duy nhất. Vì vậy, cho dù bạn muốn xây dựng bài tập của riêng mình, dạy nhiều phần hay đặt điều kiện tiên quyết, MyLab cung cấp cho bạn sự linh hoạt để dễ dàng tạo khóa học phù hợp với nhu cầu của bạn.

Cải thiện Kết quả của Sinh viên Khi bạn giảng dạy với MyLab, hiệu suất của sinh viên được cải thiện. Đó là lý do tại sao các giảng viên đã chọn MyLab trong hơn 20 năm, chạm đến cuộc sống của hơn 50 triệu sinh viên.

Tạo bài tập dễ dàng và linh hoạt **MyLab Economics** cho phép tạo bài tập dễ dàng và linh hoạt, cho phép giảng viên giao nhiều loại bài tập phù hợp với nhu cầu khóa học cụ thể của họ.

Truy cập http://www.pearson.com/mylab/economics để biết thêm thông tin về Digital Interactives,các tùy chọn tích hợp LMS của chúng tôi và các tùy chọn quản lý khóa học cho bất kỳ khóa học nào ở bất kỳ quy mô nào.

PHÁT TRIỂN KỸ NĂNG NGHỀ NGHIỆP

Khung phân tích, thống nhất và sự phát triển từng bước của các mô hình kinh tế trong cuốn sách này cho phép sinh viên phát triển các kỹ năng tư duy phản biện mà họ cần để theo đuổi thành công sự nghiệp của mình. Nghiên cứu về tiền tệ, ngân hàng và thị trường tài chính đặc biệt có giá trị nếu sinh viên muốn có một công việc trong lĩnh vực tài chính. Tuy nhiên, ngay cả khi lợi ích của họ nằm ở chỗ khác, sinh viên được hưởng lợi khi hiểu được lý do tại sao lãi suất tăng hoặc giảm, giúp họ đưa ra quyết định nên vay ngay bây giờ hay đợi sau này. Biết cách quản lý của các ngân hàng và các định chế tài chính khác có thể giúp sinh viên giải quyết tốt hơn khi họ cần vay hoặc khi họ cấp vốn cho họ. Kiến thức về cách thức hoạt động của thị trường tài chính có thể giúp sinh viên đưa ra quyết định đầu tư tốt hơn, cho dù là cho bản thân hay cho công ty mà họ làm việc. Do đó, phân tích của chúng tôi cho thấy rằng việc tăng thuế suất thuế thu nhập đối với những người giàu có đã giúp giảm lãi suất trái phiếu đô thị so với lãi suất trái phiếu kho bạc.

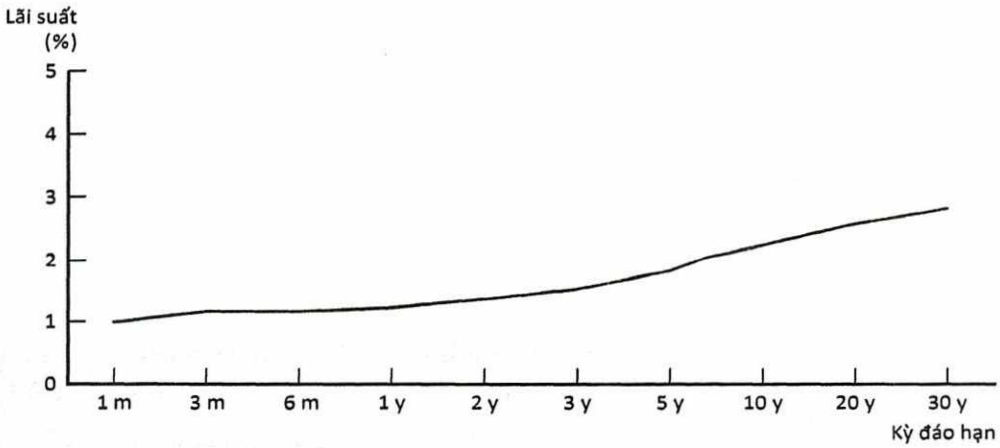
Các tính năng kỹ năng nghề nghiệp

Cuốn sách này cũng có các tính năng bổ sung, được thảo luận dưới đây, trực tiếp phát triển các kỹ năng nghề nghiệp.

- Một tính năng đặc biệt được gọi là "Theo dòng tin tài chính", được bao gồm để khuyến khích việc đọc một tờ báo tài chính. Hộp **Theo dòng tin Tài chính** giới thiệu cho sinh viên các bài báo và dữ liệu có liên quan được đưa tin hàng ngày trên báo chí và dạy sinh viên cách giải thích các dữ liệu này. Có thể nghĩ nghiêm túc về những gì được báo cáo trong các báo tài chính là một kỹ năng có thể làm cho sinh viên xa hiệu quả hơn trong công việc tương lai của họ.

Theo dòng tin tài chính **Đường cong lãi suất**

Nhiều tờ báo và các trang Internet như http://www.finance.yahoo.com công bố hàng ngày đường cong lãi suất của chứng khoán Kho bạc. Ví dụ được trình bày ở đây là ngày 24/7/2017. Các số trên trục tung biểu thị lãi suất đối với chứng khoán Kho bạc, với thời hạn đáo hạn được đưa ra trên trục hoành, với "m" biểu thị "tháng" và "y" biểu thị "năm"."



- **Dữ liệu thời gian thực** một tỷ lệ phần trăm cao của số liệu dữ liệu trong cuốn sách được gắn nhãn Dữ liệu thời gian thực MyLab Economics. Đối với những số liệu này,

sinh viên có thể xem dữ liệu mới nhất trong cuốn sách điện tử Pearson nâng cao, sử dụng cơ sở dữ liệu FRED của Ngân hàng Dự trữ Liên bang St. Louis và tìm hiểu nơi họ có thể truy cập dữ liệu này khi họ cần trong suốt sự nghiệp của mình.

- **Các bài tập phân tích dữ liệu thời gian thực**, có trong MyLab Economics, yêu cầu sinh viên áp dụng dữ liệu cập nhật từng phút, được lấy từ cơ sở dữ liệu FRED của Ngân hàng Dự trữ Liên bang St. Louis , để họ có thể hiểu những gì đang xảy ra trong nền kinh tế ở thời gian thực . Những bài tập, đánh dấu bằng ký hiệu , yêu cầu sinh viên tải dữ liệu từ Cục Dự trữ Liên bang Ngân hàng của trang web St. Louis Fred và sau đó sử dụng các dữ liệu để trả lời câu hỏi về hiện tại vấn đề trong tiền và ngân hàng. Trong MyLab Economics, các Bài tập Phân tích Dữ liệu Thời gian Thực được xếp loại tự động và dễ dàng giao tiếp trực tiếp với trang FRED, để sinh viên xem dữ liệu cập nhật mỗi khi FRED đăng dữ liệu mới . Do đó, các bài tập Phân tích dữ liệu theo thời gian thực cung cấp một giải pháp đơn giản cho những giảng viên muốn biến dữ liệu mới nhất trở thành phần trọng tâm của khóa học kinh tế vĩ mô của họ . Các bài tập này sẽ giúp sinh viên thực hành thao tác với dữ liệu, một kỹ năng được các nhà tuyển dụng đánh giá cao.

BÀI TẬP PHÂN TÍCH DỮ LIỆU

Các bài tập được cập nhật bằng Dữ liệu thời gian thực trong **MyLab Economics** và có thể dùng để thực hành hoặc để làm bài tập lớn.

1. Truy cập cơ sở dữ liệu FRED của Cục Dự trữ Liên bang St. Louis và tìm dữ liệu về tỷ giá hối đoái của đô la Mỹ trên bảng Anh (DEXUSUK). Một chiếc Mini Cooper có thể được mua ở London, Anh với giá 17.865 bảng Anh hoặc ở Boston, Hoa Kỳ với giá 23.495 đô la.

   a. Sử dụng tỷ giá hối đoái gần đây nhất có sẵn để tính tỷ giá hối đoái thực của London Mini trên Boston Mini.

   b. Dựa trên câu trả lời của bạn cho phần (a), những chiếc Mini Coopers tương đối đắt hơn ở Boston hay ở London?

   c. Mức giá nào tính bằng bảng Anh sẽ khiến Mini Coo per đắt như nhau ở cả hai địa điểm, tất cả những nơi khác đều bằng nhau?

LINH HOẠT VÀ HIỆN ĐẠI

Khi sử dụng các ấn bản trước, những người sử dụng, người đánh giá và người trả lời khảo sát đã liên tục ca ngợi tính linh hoạt và tính mô đun của cuốn sách này — nghĩa là, khả năng chọn chương nào để sử dụng và trình tự của chúng. Tính linh hoạt và tính mô-đun đặc biệt quan trọng trong khóa học tiền tệ và ngân hàng vì có nhiều cách để giảng dạy khóa học này khi có giảng viên. Để thỏa mãn các nhu cầu đa dạng của giảng viên, cuốn sách này linh hoạt như sau:

- Các chương cốt lõi cung cấp các phân tích cơ bản được sử dụng xuyên suốt cuốn sách và các chương hoặc phần khác của các chương có thể được sử dụng hoặc bỏ qua tùy theo sở thích của giảng viên. Ví dụ, Chương 2 giới thiệu hệ thống tài chính và các khái niệm cơ bản như chi phí giao dịch, lựa chọn bất lợi và rủi ro đạo đức. Sau Chương 2, giảng viên có thể đi sâu vào chi tiết của cấu trúc tài chính bằng cách chọn Chương 8 hoặc có thể bỏ qua Chương 8 và thực hiện bất kỳ hướng phát triển nào khác trong cuốn sách.

- Cuốn sách cho phép giảng viên bao quát những vấn đề quan trọng nhất trong lý thuyết tiền tệ ngay cả khi họ không muốn xây dựng chi tiết các đường IS, MP và AD (trong Chương 20 và 21). Những giảng viên muốn giảng dạy cách tiếp cận đầy đủ hơn về lý thuyết tiền tệ có thể sử dụng các chương này.
- Phần 6 về lý thuyết tiền tệ có thể dễ dàng được giảng dạy trước Phần 4 nếu giảng viên muốn sinh viên hiểu sâu hơn về cơ sở lý luận đằng sau chính sách tiền tệ.
- Chương 25 về các cơ chế truyền dẫn của chính sách tiền tệ có thể được giảng dạy ở nhiều điểm khác nhau trong khóa học — hoặc với Phần 4, khi chính sách tiền tệ được thảo luận, hoặc với Chương 20 hoặc Chương 22, khi nghiên cứu khái niệm tổng cầu. Các cơ chế truyền tải của chính sách tiền tệ cũng có thể được giảng dạy như một chủ đề đặc biệt vào cuối khóa học.
- Cách tiếp cận quốc tế của cuốn sách, thực hiện thông qua các phần được đánh dấu quốc tế trong chương cũng như chương riêng về thị trường ngoại hối và các hệ thống tiền tệ quốc tế, là toàn diện nhưng linh hoạt. Mặc dù nhiều giảng viên sẽ dạy tất cả các phần về quốc tế, sẽ có người không chọn như vậy. Những giảng viên muốn tập trung ít vào các chủ đề quốc tế có thể bỏ qua Chương 17 về thị trường ngoại hối và Chương 18 về hệ thống tài chính và chính sách tiền tệ quốc tế. Các phần quốc tế trong các chương có tính độc lập và có thể được bỏ qua mà ít mất tính liên tục.

Để minh họa cách cuốn sách này có thể được sử dụng cho các khóa học với các điểm nhấn khác nhau, một số phác thảo chương trình khóa học được đề xuất dưới đây. Thông tin chi tiết hơn về cách cuốn sách có thể được sử dụng linh hoạt trong khóa học của bạn có trong Hướng dẫn cho Giảng viên.

- *Khóa học đại cương về tiền và ngân hàng:* Chương 1–5, 9–13, 15, 16, 22–23, với lựa chọn của 5 trong số 11 chương còn lại
- *Khóa học đại cương về Ngân hàng và Tiền với Trọng tâm Quốc tế:* Chương 1–5, 9–13, 15–18, 22–23, với lựa chọn 3 trong số 9 chương còn lại
- *Khóa học về Thị trường tài chính và Định chế tài chính:* Chương 1–12, với sự lựa chọn của 7 trong số 13 chương còn lại
- *Khóa học về lý thuyết và chính sách tiền tệ:* Chương 1–5, 13–16, 19–24, với sự lựa chọn của 4 trong số 10 chương còn lại

Ấn bản Trường Kinh doanh: Phương pháp Tiếp cận Định hướng Tài chính hơn

Tôi rất vui được tiếp tục cung cấp hai phiên bản của Kinh tế học tiền tệ, ngân hàng và thị trường tài chính. Trong khi cả hai phiên bản đều chứa các chương cốt lõi mà tất cả các giáo sư muốn đề cập, Kinh tế học về tiền tệ, ngân hàng và thị trường tài chính, Phiên bản thứ năm của Trường Kinh doanh, trình bày một cách tiếp cận theo định hướng tài chính hơn — một cách tiếp cận thường được dạy trong các trường kinh doanh, nhưng cũng là nơi mà một số giáo sư trong các khoa kinh tế thích khi dạy các khóa học về tiền và ngân hàng của họ. Ấn bản Trường Kinh doanh bao gồm các chương về tài chính phi ngân hàng, các công cụ tài chính phái sinh và xung đột lợi ích trong ngành tài chính. Ấn bản Trường Kinh doanh bỏ qua các chương về đường IS và chính sách tiền tệ và đường tổng cầu, cũng như chương về vai trò của kỳ vọng trong chính sách tiền tệ. Kinh tế học tiền tệ, ngân hàng và thị trường tài chính, phiên bản thứ năm Trường kinh doanh, sẽ phù hợp hơn với nhu cầu của những giáo sư có các khóa học ít chú trọng hơn vào lý thuyết tiền tệ.

Đối với những giáo sư mong muốn có một cuộc thảo luận toàn diện về lý thuyết tiền tệ và chính sách tiền tệ, Kinh tế học về tiền tệ, ngân hàng và thị trường tài chính, ấn bản

thứ mười hai, chứa tất cả các chương về lý thuyết tiền tệ. Các giáo sư muốn có sự bao quát này thường khó bao quát tất cả các chương về tài chính và định chế. Vì vậy, Ấn bản thứ mười hai bỏ qua các chương về tài chính phi ngân hàng, các công cụ phái sinh tài chính và xung đột lợi ích.

Phụ lục và Tài nguyên bổ sung

Các tài nguyên bổ sung cho Ấn bản thứ mười hai của Kinh tế tiền tệ, ngân hàng và thị trường tài chính bao gồm: (1) ba chương duy nhất từ Ấn bản trường kinh doanh ; (2) các chương về khủng hoảng tài chính ở các nền kinh tế thị trường mới nổi và mô hình ISLM; và (3) và hai mươi phụ lục bao gồm các chủ đề bổ sung và nhiều tài liệu kỹ thuật hơn mà giảng viên có thể muốn đưa vào các khóa học của họ. Nội dung này có thể được truy cập trên www.pearson.com/mylab/economics.

Giảng viên có thể sử dụng các chương và phụ lục này trên lớp để bổ sung tài liệu trong sách giáo khoa, hoặc giới thiệu cho sinh viên muốn mở rộng kiến thức về lĩnh vực tiền tệ và ngân hàng. Vui lòng tìm chúng và các nguồn bổ sung khác tại www.pearson.com/mylab/economics.

TÀI LIỆU DẠY HỌC CHO GIẢNG VIÊN

Chương trình này đi kèm với các tài nguyên giảng dạy sau đây.

Giảng viên có thể lấy các tài liệu bổ sung dành cho mình tại www.pearsonhighered.com	**Các tính năng của tài liệu bổ sung**
Tài liệu Hướng dẫn dành cho Giảng viên do tác giả soạn thảo và bao gồm các tính năng sau:	• Đề cương khóa học mẫu • Đề cương chương • Câu trả lời cho các câu hỏi và vấn đề trong cuốn sách
Câu trả lời cho các câu hỏi và vấn đề trong cuốn sách Ngân hàng Câu hỏi được chuẩn bị bởi Kathy Kelly của Đại học Texas ở Arlington và James Hueng của Đại học Western Michigan và bao gồm các tính năng sau:	• Hơn 2.500 bài thi trắc nghiệm và tự luận, nhiều bài có đồ thị • Các câu hỏi được kết nối với các tiêu chuẩn học tập AACSB (Giao tiếp bằng Cuốn sách và Bằng miệng; Hiểu biết và lập luận về đạo đức; Tư duy phân tích; Công nghệ thông tin; Quan hệ giữa các cá nhân và Làm việc theo nhóm; Công việc Đa dạng và Đa văn hóa; Suy nghĩ phản chiếu; Ứng dụng kiến thức)
Testgen cho phép giảng viên tạo ra các kỳ thi một cách hiệu quả:	• Sản phẩm này bao gồm các câu hỏi trắc nghiệm và tự luận được cung cấp trong Ngân hàng Đề thi trực tuyến và cung cấp khả năng chỉnh sửa
Bài thuyết trình PowerPoint do Paul Kubik của Đại học DePaul chuẩn bị và bao gồm các tính năng sau:	• Tất cả các bảng và đồ thị được trình bày trong sách • Ghi chú bài giảng chi tiết cho tất cả các tài liệu khóa học • Những giảng viên thích giảng dạy bằng bảng đen có thể sử dụng những slide PowerPoint này làm ghi chú lớp học của riêng họ; đối với những người thích giảng dạy bằng các công cụ hỗ trợ trực quan, các trang trình bày PowerPoint cung cấp cho họ sự linh hoạt để sử dụng

LỜI CẢM ƠN

Như trong mọi dự án lớn, có rất nhiều người cần phải cảm ơn. Tôi đặc biệt biết ơn Christina Masturzo, biên tập viên của tôi. Tôi cũng muốn cảm ơn Carolyn Philips và Kathy Smith vì những đóng góp của họ. Tôi cũng đã được hỗ trợ bởi những nhận xét từ các đồng nghiệp của tôi tại Columbia và từ các sinh viên của tôi.

Ngoài ra, tôi còn được hướng dẫn bởi những bình luận tận tâm của các nhà phê bình và phóng viên bên ngoài, đặc biệt là Jim Eaton và Aaron Jackson. Phản hồi của họ đã làm cho cuốn sách này tốt hơn. Đặc biệt, tôi cảm ơn các giáo sư sau đây đã đọc sách để chuẩn bị cho ấn bản này và các ấn bản trước:

Burt Abrams, University of Delaware
Francis W. Ahking, University of Connecticut
Mohammed Akacem, Metropolitan State College of Denver
Stefania Albanesi, Columbia University
Nancy Anderson, Mississippi College
Muhammad Anwar, University of Massachusetts
Harjit K. Arora, Le Moyne College
Bob Barnes, Northern Illinois University
Stacie Beck, University of Delaware
Larry Belcher, Stetson University
Thomas Bernardin, Smith College
Gerry Bialka, University of North Florida
Daniel K. Biederman, University of North Dakota
John Bishop, East Carolina University
Daniel Blake, California State University, Northridge
Robert Boatler, Texas Christian University
Henning Bohn, University of California, Santa Barbara
Michael W. Brandl, University of Texas at Austin
Oscar T. Brookins, Northeastern University
William Walter Brown, California State University, Northridge
James L. Butkiewicz, University of Delaware
Colleen M. Callahan, Lehigh University
Ray Canterbery, Florida State University
Mike Carew, Baruch University
Tina Carter, University of Florida
Sergio Castello, University of Mobile
Matthew S. Chambers, Towson University
Jen-Chi Cheng, Wichita State University
Chi-Young Choi, University of Texas, Arlington
Patrick Crowley, Middlebury College
Sarah E. Culver, University of Alabama, Birmingham
Julie Dahlquist, University of Texas, San Antonio
Maria Davis, San Antonio College
Ranjit S. Dighe, State University of New York, Oswego
Richard Douglas, Bowling Green University
Donald H. Dutkowsky, Syracuse University
Richard Eichhorn, Colorado State University
Paul Emberton, Southwest Texas State University
Erick Eschker, Humboldt State University

Diego Escobari, The University of Texas–Pan American
Robert Eyler, Sonoma State University
L. S. Fan, Colorado State University
Imran Farooqi, University of Iowa
Sasan Fayazmanesh, California State University, Fresno
Dennis Fixler, George Washington University
Gary Fleming, Roanoke College
Grant D. Forsyth, Eastern Washington University
Layton W. Franko, Queens College
Timothy Fuerst, Bowling Green State University
Marc Fusaro, Arkansas Tech University
James Gale, Michigan Technological University
Shirley Gedeon, University of Vermont
Edgar Ghossoub, University of Texas, San Antonio
Mark Gibson, Washington State University
Lance Girton, University of Utah
Stuart M. Glosser, University of Wisconsin, Whitewater
Fred C. Graham, American University
Jo Anna Gray, University of Oregon
David Gulley, Bentley University
Ralph Gunderson, University of Wisconsin
Daniel Haak, Stanford University
Larbi Hammami, McGill University
Bassan Harik, Western Michigan University
J. C. Hartline, Rutgers University
Scott Hein, Texas Tech
Robert Stanley Herren, North Dakota State University
Jane Himarios, University of Texas, Arlington
Chad Hogan, University of Michigan
Linda Hooks, Washington and Lee University
James Hueng, Western Michigan University
Dar-Yeh Hwang, National Taiwan University
Jayvanth Ishwaran, Stephen F. Austin State University
Aaron Jackson, Bentley University
Jonatan Jelen, Queens College and City College of CUNY
U Jin Jhun, State University of New York, Oswego
Frederick L. Joutz, George Washington University
Ahmed Kalifa, Colorado State University
Bryce Kanago, University of Northern Iowa
Magda Kandil, International Monetary Fund
Theodore Kariotis, Towson University
George G. Kaufman, Loyola University Chicago
Richard H. Keehn, University of Wisconsin, Parkside
Elizabeth Sawyer Kelly, University of Wisconsin, Madison
Kathy Kelly, University of Texas, Arlington
Michael Kelsay, University of Missouri, Kansas City
Hyeongwoo Kim, Auburn University
Paul Kubik, DePaul University
Sungkyu Kwak, Washburn University

Fritz Laux, Northeastern State University
Jim Lee, Fort Hays State University
Robert Leeson, University of Western Ontario
Mary H. Lesser, Lenoir–Rhyne University
Tony Lima, California State University, Hayward
Fiona Maclachlan, Manhattan College
Elham Mafi-Kreft, Indiana University
Bernard Malamud, University of Nevada, Las Vegas
James Maloy, University of Pittsburgh
James Marchand, Mercer University
Marvin Margolis, Millersville University
Elaine McBeth, College of William and Mary
Stephen McCafferty, Ohio State University
James McCown, Ohio State University
Robin McCutcheon, Marshall University
Cheryl McGaughey, Angelo State University
W. Douglas McMillin, Louisiana State University
William Merrill, Iowa State University
Carrie Meyer, George Mason University
Stephen M. Miller, University of Connecticut
Masoud Moghaddam, Saint Cloud State University
Thomas S. Mondschean, DePaul University
George Monokroussos, University of Albany
Clair Morris, U.S. Naval Academy
Jon Nadenichek, California State University, Northridge
John Nader, Grand Valley State University
Andrew Nahlik, Illinois College
Hiranya K. Nath, Sam Houston State University
Leonce Ndikumana, University of Massachusetts, Amherst
Ray Nelson, Brigham Young University
Inder P. Nijhawan, Fayetteville State University
Nick Noble, Miami University of Ohio
Dennis O'Toole, Virginia Commonwealth University
William R. Parke, University of North Carolina, Chapel Hill
Mark J. Perry, University of Michigan, Flint
Chung Pham, University of New Mexico
Marvin M. Phaup, George Washington University
Andy Prevost, Ohio University
Ganga P. Ramdas, Lincoln University
Ronald A. Ratti, University of Missouri, Columbia
Hans Rau, Ball State University
Prosper Raynold, Miami University
Javier Reyes, Texas A&M University
Jack Russ, San Diego State University
Steve Russell, IUPUI
Robert S. Rycroft, Mary Washington College
Joe Santos, South Dakota State University
Lynn Schneider, Auburn University, Montgomery
Walter Schwarm, Colorado State University

John Shea, University of Maryland
Harinder Singh, Grand Valley State University
Rajesh Singh, Iowa State University
Richard Stahl, Louisiana State University
Burak Sungu, Miami University
Larry Taylor, Lehigh University
Leigh Tesfatsion, Iowa State University
Aditi Thapar, New York University
Frederick D. Thum, University of Texas, Austin
Robert Tokle, Idaho State University
Demetri Tsanacas, Ferrum College and Hollins University
C. Van Marrewijk, Erasmus University
Rubina Vohra, New Jersey City University
Christopher J. Waller, Indiana University
Yongsheng Wang, Washington and Jefferson College
Chao Wei, George Washington University
Maurice Weinrobe, Clark University
James R. Wible, University of New Hampshire
Philip R. Wiest, George Mason University
William Wilkes, Athens State University
Thomas Williams, William Paterson University
Elliot Willman, New Mexico State University
Donald Wills, University of Washington, Tacoma
Laura Wolff, Southern Illinois University, Edwardsville
JaeJoon Woo, DePaul University
Robert Wright, University of Virginia
Ben T. Yu, California State University, Northridge
Ky H. Yuhn, Florida Atlantic University
Ed Zajicek, Winston-Salem State University
David Zalewski, Providence College
Liping Zheng, Drake University
Jeffrey Zimmerman, Methodist College

Cuối cùng, tôi muốn cảm ơn vợ tôi, Sally; con trai tôi, Matthew; con gái tôi, Laura; ba con gái nuôi của tôi, Glenda, Alba, và Norma; và bảy đứa cháu của tôi, Roby, Sofia, Sammy, Sarita, Adrian, Olivia và Ellis, tất cả đều cho tôi một môi trường ấm áp và hạnh phúc để tôi có thể làm việc của mình, và bố tôi, Sidney, hiện đã qua đời, trước đây ông đã đưa tôi vào con đường dẫn đến cuốn sách này.

FREDERIC S. MISHKIN

PHẦN 1

Giới thiệu

Khủng hoảng và Ứng phó: Khủng hoảng tài chính toàn cầu và hậu quả của nó

Tháng 8 năm 2007, thị trường tài chính bắt đầu khó thở và trong hai năm tiếp theo, nền kinh tế thế giới trải qua cuộc khủng hoảng tài chính toàn cầu nghiêm trọng nhất kể từ Đại Khủng hoảng những năm 1930. Giá nhà đất giảm mạnh, thị trường chứng khoán sụp đổ, tỷ lệ thất nghiệp tăng vọt, cả doanh nghiệp và hộ gia đình đều không thể tiếp cận được tín dụng. Không chỉ ngân hàng trung ương của Hoa Kỳ, Cục Dự trữ Liên bang, phản ứng bằng cách giảm mạnh lãi suất và can thiệp vào thị trường tín dụng để bổ sung một lượng lớn thanh khoản mà chính phủ liên bang cũng vào cuộc với khoản cứu trợ 700 tỷ đô la cho các định chế tài chính suy yếu và các gói kích thích tài khóa khổng lồ tổng cộng 1 nghìn tỷ đô la. Tuy nhiên, dù đã có những hành động tích cực nhằm ổn định hệ thống tài chính và thúc đẩy nền kinh tế, bảy năm sau cuộc khủng hoảng, nền kinh tế Mỹ vẫn có tỷ lệ thất nghiệp trên 6%, với nhiều người mất nhà cửa. Hệ thống tài chính của nhiều chính phủ trên khắp thế giới cũng đã trở nên rách nát.

Cuộc khủng hoảng tài chính toàn cầu và hậu quả của nó đã chứng tỏ tầm quan trọng của các ngân hàng và hệ thống tài chính đối với nền kinh tế cũng như vai trò chủ chốt của tiền trong nền kinh tế. Phần 1 của cuốn sách này giới thiệu việc học về tiền, ngân hàng và thị trường tài chính. Chương 1 phác thảo lộ trình của cuốn sách và thảo luận lý do tại sao cần học về tiền, ngân hàng và thị trường tài chính. Chương 2 giới thiệu tổng quan chung về hệ thống tài chính. Chương 3 giải thích tiền là gì và cách đo lường tiền.

1 Tại sao bạn cần học về Tiền, Ngân hàng và Thị trường Tài chính?

Mục tiêu học tập

- Nhận thức được tầm quan trọng của thị trường tài chính trong nền kinh tế.
- Mô tả quá trình trung gian tài chính và đổi mới tài chính ảnh hưởng đến ngân hàng và nền kinh tế như thế nào.
- Hiểu được mối liên hệ cơ bản giữa chính sách tiền tệ, chu kỳ kinh doanh và các biến số kinh tế.
- Giải thích được tầm quan trọng của tỷ giá hối đoái trong nền kinh tế toàn cầu.
- Hiểu việc nghiên cứu tiền, ngân hàng và thị trường tài chính có thể giúp bạn thăng tiến sự nghiệp như thế nào.
- Mô tả cách tiếp cận việc giảng dạy về tiền, ngân hàng và thị trường tài chính.

Giới thiệu

Buổi tối bạn vừa nghe tin Cục Dự trữ Liên bang sẽ nâng lãi suất quỹ liên bang lên 1 điểm phần trăm. Điều này ảnh hưởng gì đến lãi suất đi vay khi bạn cần tài trợ* để có tiền mua một chiếc xe thể thao mới? Điều đó nghĩa là trong tương lai giá một căn nhà sẽ đắt hay rẻ hơn? Bạn có thể kiếm được việc làm dễ dàng hơn hay khó khăn hơn trong năm tới?

Cuốn sách này cung cấp câu trả lời cho những câu hỏi trên và cả các câu hỏi khác bằng cách tìm hiểu cách thức hoạt động của thị trường tài chính (chẳng hạn như thị trường trái phiếu, cổ phiếu và ngoại hối) và các định chế tài chính (ngân hàng, công ty bảo hiểm, quỹ tương hỗ và các quỹ khác) và tìm hiểu vai trò của tiền trong nền kinh tế. Các định chế và thị trường tài chính không chỉ ảnh hưởng đến cuộc sống hàng ngày của bạn mà còn ảnh hưởng đến dòng tiền hàng nghìn tỷ đô la trong nền kinh tế của chúng ta, do đó ảnh hưởng đến lợi nhuận kinh doanh, sản xuất hàng hóa và dịch vụ và thậm chí cả nền kinh tế của các quốc gia khác ngoài Hoa Kỳ. Những gì xảy ra với thị trường tài chính, định chế tài chính và tiền là mối quan tâm lớn của các chính trị gia và có thể tác động lớn đến các cuộc bầu cử. Nghiên cứu về tiền, ngân hàng và thị trường tài chính sẽ giúp bạn hiểu rất nhiều điều thú vị. Trong chương này, chúng ta sẽ hình dung lộ trình của cuốn sách bằng cách mô tả sơ bộ những vấn đề này và khám phá lý do tại sao chúng đáng được nghiên cứu.

TẠI SAO CẦN HỌC VỀ THỊ TRƯỜNG TÀI CHÍNH?

Phần 2 của cuốn sách này tập trung vào **thị trường tài chính** - thị trường để quỹ**được chuyển từ những người dư thừa sang những người thiếu hụt. Bằng cách chuyển quỹ từ những người không có khả năng sử dụng một cách hiệu quả sang những người có thể, các thị trường tài chính, như thị trường trái phiếu và thị trường cổ phiếu, có vai trò then chốt trong thúc đẩy hiệu quả kinh tế. Thị trường tài chính hoạt động tốt là yếu tố chính trong việc tạo ra tăng trưởng kinh tế cao, và thị trường tài chính hoạt động kém là một lý do khiến nhiều quốc gia trên thế giới vẫn nghèo đói. Các hoạt động trên thị trường tài chính cũng ảnh hưởng trực tiếp đến sự giàu có của cá nhân, hành vi của các doanh nghiệp và người tiêu dùng, và hoạt động theo chu kỳ của nền kinh tế.

* Trong tiếng Việt chúng ta hay nghĩ tới "tài trợ" là việc một công ty bỏ tiền tài trợ cho một sự kiện, tuy nhiên đó là *sponsor*, loại hình tài trợ với lợi ích thu về là các quyền lợi phi tài chính, còn tài trợ, *finance*, trong cuốn sách này là tài trợ với mục tiêu thu về lợi ích bằng tiền.

** Từ gốc là *fund*, thường được dịch sang tiếng Việt là tiền hoặc phổ biến hơn là vốn, nhưng để chính xác, trong cuốn sách này người dịch dùng từ quỹ mặc dù từ này không quen thuộc như tiền/vốn.

Thị trường Nợ và Lãi suất

Chứng khoán (còn được gọi là công cụ tài chính) là một quyền thụ hưởng thu nhập hoặc **tài sản** (bất kỳ quyền thụ hưởng tài chính hoặc phần tài sản nào gắn với quyền sở hữu) trong tương lai của người phát hành. **Trái phiếu** là một chứng khoán nợ hứa hẹn sẽ thanh toán định kỳ trong một khoảng thời gian xác định.[1] Thị trường nợ, cũng thường được gọi dưới cái tên chung chung là thị trường trái phiếu, đặc biệt quan trọng đối với hoạt động kinh tế vì chúng cho phép các công ty và chính phủ vay tiền để tài trợ cho các hoạt động của họ, và vì đó là nơi lãi suất được xác định. **Lãi suất** là chi phí đi vay hoặc giá phải trả cho việc thuê quỹ (thường được biểu thị bằng tỷ lệ phần trăm của khoản tiền thuê 100 đô la mỗi năm). Trong nền kinh tế có nhiều loại lãi suất - lãi suất vay thế chấp, lãi suất vay mua ô tô, và lãi suất của nhiều loại trái phiếu khác nhau.

Lãi suất có vai trò quan trọng ở nhiều cấp độ. Ở cấp độ cá nhân, lãi suất cao có thể khiến bạn khó mua nhà hoặc xe hơi vì chi phí tài trợ sẽ cao. Ngược lại, lãi suất cao có thể khuyến khích bạn tiết kiệm vì bạn có thể kiếm thêm từ tiền lãi khi dành một phần thu nhập của mình để gửi tiết kiệm. Ở mức độ tổng quát hơn, lãi suất có tác động đến sức khỏe chung của nền kinh tế vì chúng không chỉ ảnh hưởng đến mức độ sẵn sàng chi tiêu hoặc tiết kiệm của người tiêu dùng mà còn ảnh hưởng đến quyết định đầu tư của các doanh nghiệp. Ví dụ, lãi suất cao có thể khiến một công ty trì hoãn việc xây dựng một nhà máy mới có thể cung cấp thêm việc làm.

Do sự thay đổi của lãi suất ảnh hưởng đến các cá nhân, định chế tài chính, doanh nghiệp và nền kinh tế nói chung, nên những biến động đáng kể của lãi suất trong 40 năm qua rất cần được giải thích. Ví dụ, lãi suất tín phiếu kho bạc kỳ hạn 3 tháng đạt đỉnh hơn 16% vào năm 1981. Lãi suất này đã giảm xuống 3% vào cuối năm 1992 và 1993, tăng lên trên 5% vào giữa đến cuối những năm 1990, giảm xuống dưới 1% vào năm 2004, tăng lên 5% vào năm 2007, giảm xuống gần 0 từ năm 2009 đến 2015, và sau đó bắt đầu tăng trở lại lên trên 1% vào năm 2017.

Bởi vì các lãi suất khác nhau có xu hướng thay đổi đồng thời, các nhà kinh tế học thường gộp các lãi suất lại với nhau và gọi chung là "lãi suất". Tuy nhiên, như Hình 1 cho thấy, lãi suất của một số loại trái phiếu có thể khác nhau đáng kể. Ví dụ, lãi suất tín phiếu kho bạc kỳ hạn 3 tháng nhìn chung thấp hơn và dao động nhiều hơn các lãi suất khác. Lãi suất trái phiếu công ty hạng Baa (chất lượng trung bình) nhìn chung cao hơn các lãi suất khác và chênh lệch giữa lãi suất này với các lãi suất khác trở nên lớn hơn vào những năm 1970, thu hẹp vào những năm 1990, tăng lên một thời gian ngắn vào đầu những năm 2000, thu hẹp một lần nữa, và sau đó tăng mạnh bắt đầu từ mùa hè năm 2007. Sau đó, nó bắt đầu giảm vào cuối năm 2009, và trở lại mức thấp vào năm 2017.

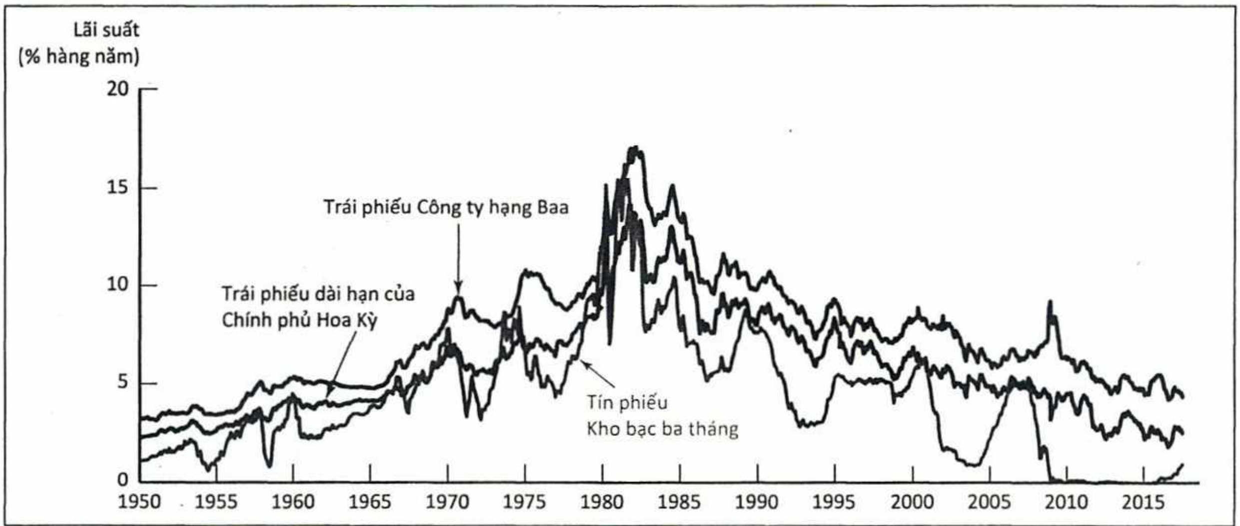
Trong Chương 2, chúng ta nghiên cứu vai trò của thị trường trái phiếu trong nền kinh tế, và từ Chương 4 đến Chương 6, chúng ta tìm hiểu lãi suất là gì, các biến động thường thấy của lãi suất diễn ra như thế nào và tại sao lãi suất của các trái phiếu khác nhau lại khác nhau.

Thị trường cổ phiếu

Cổ phiếu phổ thông (thường được gọi đơn giản là **cổ phiếu**) đại diện cho một phần sở hữu trong một công ty cổ phần. Về bản chất, chứng khoán này là một quyền thụ hưởng thu nhập và tài sản của công ty. Phát hành cổ phiếu và bán ra công chúng là một cách để các công ty cổ phần huy động quỹ để tài trợ cho các hoạt động của mình. Thị trường cổ

[1] Định nghĩa về trái phiếu được sử dụng trong cuốn sách này là định nghĩa rộng thường được sử dụng trong môi trường học thuật, bao gồm cả các công cụ nợ ngắn hạn và dài hạn. Tuy nhiên, một số người hành nghề trên thị trường tài chính sử dụng từ trái phiếu để chỉ các công cụ nợ dài hạn cụ thể như trái phiếu doanh nghiệp hoặc trái phiếu kho bạc Hoa Kỳ.

MyLab Economics Dữ liệu thời gian thực



HÌNH 1 Lãi suất của một số loại trái phiếu, 1950–2017

Mặc dù các mức lãi suất khác nhau có xu hướng thay đổi đồng thời, chúng thường khác nhau về cơ bản và chênh lệch giữa chúng là không cố định.

Nguồn: **Ngân hàng Dự trữ Liên bang St. Louis, cơ sở dữ liệu FRED:** https://fred.stlouisfed.org/series/TB3MS; https://fred.stlouisfed.org/series/GS10; https://fred.stlouisfed.org/series/BAA

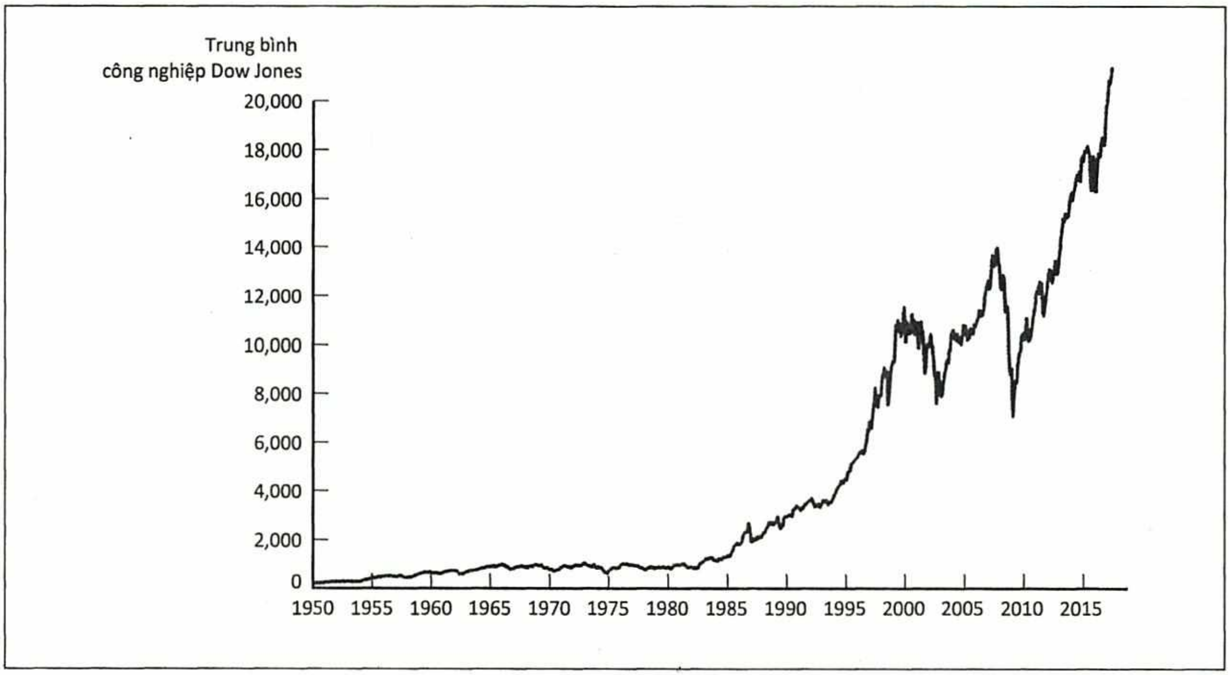
phiếu, nơi giao dịch cổ phiếu, là thị trường tài chính được theo dõi thường xuyên nhất; đó là lý do tại sao nó hay được gọi đơn giản là "thị trường". Một biến động lớn của giá cổ phiếu trên thị trường luôn là một chủ đề *hot* trong những bản tin buổi tối. Mọi người thường suy đoán xem thị trường đang hướng đến đâu và rất hào hứng khi họ có thể khoe về "cú ăn đậm" mới nhất của mình, nhưng sẽ chán nản khi bị lỗ lớn. Có lẽ cách giải thích tốt nhất cho sự chú ý đặc biệt này là một sự thật đơn giản: Đó là nơi mà mọi người có thể giàu lên - hoặc nghèo đi - rất rất nhanh chóng.

Như Hình 2 cho thấy, giá cổ phiếu cực kỳ dễ biến động. Sau khi tăng đều đặn trong suốt những năm 1980, thị trường đã trải qua một ngày sụt giảm tồi tệ nhất trong lịch sử vào ngày 19 tháng 10 năm 1987 - "Thứ Hai Đen Tối" - khi chỉ số Trung bình Công nghiệp Dow Jones (DJIA) giảm 22%. Từ đó đến năm 2000, thị trường cổ phiếu đã trải qua một trong những đợt tăng giá (thường gọi là bull market) lớn nhất trong lịch sử, với chỉ số Dow leo lên mức đỉnh hơn 11.000. Khi bong bóng công nghệ vỡ vào năm 2000, thị trường cổ phiếu giảm mạnh, ở mức hơn 30% vào cuối năm 2002. Sau đó, nó tăng lên mức cao nhất mọi thời đại trên ngưỡng 14.000 vào năm 2007, và rồi giảm hơn 50% giá trị xuống mức dưới 7.000 vào năm 2009. Sau đó, một đợt *bull* khác bắt đầu, với chỉ số Dow đạt đỉnh cao mới trên 22.000 vào năm 2017. Những biến động mạnh của giá cổ phiếu ảnh hưởng đến sự giàu có của mọi người, và kéo theo đó là mức độ sẵn sàng chi tiêu của họ.

Thị trường cổ phiếu cũng là một yếu tố quan trọng trong các quyết định đầu tư của doanh nghiệp, vì giá cổ phiếu ảnh hưởng đến lượng quỹ có thể huy động được khi bán cổ phiếu mới phát hành để tài trợ cho chi tiêu đầu tư. Giá cổ phiếu của một công ty cao hơn có nghĩa là công ty có thể huy động một lượng quỹ lớn hơn, để sau đó có tiền mua các cơ sở và thiết bị sản xuất.

Trong Chương 2, chúng ta xem xét vai trò của thị trường cổ phiếu trong hệ thống tài chính, và trong Chương 7, chúng ta quay lại vấn đề về cách giá cổ phiếu biến động và phản ứng với thông tin trên thị trường.

MyLab Economics Dữ liệu thời gian thực



HÌNH 2 Giá cổ phiếu được đo lường bằng chỉ số trung bình công nghiệp Dow Jones, 1950–2017
Giá cổ phiếu biến động vô cùng mạnh.
Nguồn: **Cơ sở dữ liệu của Ngân hàng Dự trữ Liên bang St. Louis, FRED:** https://fred.stlouisfed.org/series/DJIA

TẠI SAO CẦN HỌC VỀ CÁC ĐỊNH CHẾ TÀI CHÍNH VÀ NGÂN HÀNG?

Phần 3 của cuốn sách này tập trung vào các định chế tài chính và ngành kinh doanh ngân hàng. Ngân hàng và các định chế tài chính khác là cỗ máy giúp cho thị trường tài chính hoạt động. Nếu không có chúng, thị trường tài chính sẽ không thể chuyển quỹ từ những người tiết kiệm sang những người có cơ hội đầu tư hiệu quả. Vì vậy, các định chế tài chính đóng một vai trò quan trọng trong nền kinh tế.

Cấu trúc của hệ thống tài chính

Hệ thống tài chính rất phức tạp, bao gồm nhiều loại định chế tài chính khác nhau trong khu vực tư nhân, bao gồm ngân hàng, công ty bảo hiểm, quỹ tương hỗ, công ty tài chính và ngân hàng đầu tư, tất cả đều chịu sự quản lý chặt chẽ của chính phủ. Ví dụ: nếu một cá nhân muốn cho IBM hoặc General Motors vay, họ sẽ không trực tiếp gặp chủ tịch của công ty và đề nghị cho vay. Thay vào đó, người đó sẽ cho công ty vay gián tiếp thông qua các trung gian tài chính, là các định chế vay quỹ từ những người tiết kiệm và sẽ cho những người cần quỹ vay.

Tại sao lại cần có các trung gian tài chính để một thị trường tài chính hoạt động tốt? Tại sao họ cấp tín dụng cho người này mà không cấp cho người khác? Tại sao họ thường phải tạo ra những hồ sơ pháp lý phức tạp khi cho vay? Tại sao họ lại là những doanh nghiệp bị quản lý chặt chẽ nhất trong nền kinh tế?

Chúng ta trả lời những câu hỏi này trong Chương 8 bằng cách phân tích cấu trúc tài chính ở Hoa Kỳ và các quốc gia khác trên thế giới dựa vào việc xây dựng một khuôn khổ nhất quán.

Ngân hàng và các định chế tài chính khác

Ngân hàng là định chế tài chính huy động tiền gửi và cho vay. Thuật ngữ ngân hàng trong cuốn sách này bao gồm các công ty như ngân hàng thương mại, hiệp hội tiết kiệm và cho vay, ngân hàng tiết kiệm tương hỗ và liên hiệp tín dụng. Ngân hàng là trung gian tài chính mà một người bình thường thường xuyên tương tác nhất. Khi cần vay tiền để mua một ngôi nhà hoặc một chiếc xe hơi, mọi người thường tìm đến một ngân hàng địa phương. Hầu hết người Mỹ giữ một lượng lớn tài sản tài chính của họ trong ngân hàng dưới dạng tài khoản giao dịch, tài khoản tiết kiệm hoặc các loại tiền gửi ngân hàng khác. Vì ngân hàng là trung gian tài chính lớn nhất trong nền kinh tế của chúng ta, nên chúng đáng được nghiên cứu kỹ lưỡng nhất. Tuy nhiên, ngân hàng không phải là định chế tài chính quan trọng duy nhất. Trong những năm gần đây, các định chế tài chính khác, chẳng hạn như công ty bảo hiểm, công ty tài chính, quỹ hưu trí, quỹ tương hỗ và ngân hàng đầu tư, đang phát triển và lấy đi thị phần của ngân hàng, vì vậy chúng ta cũng cần nghiên cứu cả các định chế này.

Trong Chương 9, chúng ta sẽ tìm hiểu phương pháp để các ngân hàng và các định chế tài chính khác quản lý tài sản và nợ phải trả của mình để tạo ra lợi nhuận. Chương 10 sẽ mở rộng những phân tích của Chương 8 để giải thích tại sao lại có các quy định điều tiết tài chính và trong quá trình điều tiết những sai lầm gì có thể xảy ra. Trong Chương 11, chúng ta sẽ học về ngành ngân hàng và tìm hiểu môi trường cạnh tranh đã làm ngành này thay đổi như thế nào. Chúng ta sẽ nghiên cứu tại sao một số định chế tài chính lại phát triển trên nền tảng giành thị phần của những định chế khác.

Đổi mới tài chính

Trong Chương 11, chúng ta cũng sẽ học về **đổi mới tài chính**, là sự phát triển của các sản phẩm và dịch vụ tài chính mới. Bạn sẽ biết tại sao đổi mới tài chính diễn ra và cách thức diễn ra của nó, đặc biệt nhấn mạnh vào cách những tiến bộ công nghệ thông tin làm hình thành các sản phẩm tài chính mới và khả năng cung cấp các dịch vụ tài chính thông qua hệ thống điện tử được biết đến rộng rãi hiện nay với tên gọi **tài chính điện tử** (*e-finance*). Chúng ta nghiên cứu đổi mới tài chính cũng vì nó cho chúng ta thấy tư duy sáng tạo của các định chế tài chính có thể tạo ra lợi nhuận cao hơn nhưng đôi khi chúng cũng có thể dẫn đến thảm họa tài chính. Bằng cách xem các định chế tài chính đã sáng tạo như thế nào trong quá khứ, ta có thể hiểu rõ hơn về cách họ có thể sáng tạo trong tương lai. Kiến thức này cung cấp cho chúng ta những đầu mối để hiểu hệ thống tài chính thay đổi như thế nào theo thời gian.

Khủng hoảng tài chính

Đôi khi, hệ thống tài chính bị đình trệ và hình thành các cuộc khủng hoảng tài chính, là những gián đoạn lớn trên thị trường tài chính với đặc trưng là giá tài sản giảm mạnh và sự phá sản của nhiều công ty tài chính và phi tài chính. Các cuộc **khủng hoảng tài chính** đã là một đặc trưng của các nền kinh tế tư bản trong hàng trăm năm và thường kéo theo sự suy thoái nghiêm trọng của chu kỳ kinh doanh. Bắt đầu từ tháng 8 năm 2007, nền kinh tế Hoa Kỳ bị ảnh hưởng bởi cuộc khủng hoảng tài chính tồi tệ nhất kể từ Đại Khủng hoảng. Những vụ vỡ nợ cho vay thế chấp nhà ở dưới chuẩn đã dẫn đến những khoản lỗ lớn của các định chế tài chính, không chỉ làm nhiều ngân hàng phá sản mà còn dẫn đến sự sụp đổ của Bear Stearns và

Lehman Brothers, hai trong số các ngân hàng đầu tư lớn nhất ở Hoa Kỳ. Cuộc khủng hoảng này đã tạo ra một đợt suy thoái kinh tế tồi tệ nhất kể từ Đại Khủng hoảng, và vì thế người ta gọi nó là "Đại Suy thoái".

Trong Chương 12 chúng ta sẽ thảo luận tại sao những cuộc khủng hoảng này xảy ra và tại sao chúng lại gây ra nhiều thiệt hại đến vậy cho nền kinh tế.

TẠI SAO CẦN HỌC VỀ TIỀN VÀ CHÍNH SÁCH TIỀN TỆ?

Tiền, còn được gọi là **cung tiền**, được định nghĩa là bất kỳ thứ gì được chấp nhận rộng rãi để thanh toán cho hàng hóa hoặc dịch vụ hoặc để trả nợ. Tiền được gắn với những thay đổi trong các biến số kinh tế ảnh hưởng đến tất cả chúng ta và rất quan trọng đối với sức khỏe của nền kinh tế. Hai phần cuối cùng của cuốn sách này xem xét vai trò của tiền trong nền kinh tế.

Tiền và Chu kỳ kinh doanh

Trong giai đoạn 1981–1982, tổng sản lượng hàng hóa và dịch vụ (được gọi là **tổng sản lượng**) trong nền kinh tế Hoa Kỳ giảm và **tỷ lệ thất nghiệp** (tỷ lệ lực lượng lao động không có việc làm) tăng lên trên 10%. Sau năm 1982, nền kinh tế bắt đầu mở rộng nhanh chóng và đến năm 1989, tỷ lệ thất nghiệp đã giảm xuống còn 5%. Năm 1990, 8 năm mở rộng kết thúc, với tỷ lệ thất nghiệp tăng lên trên 7%. Nền kinh tế chạm đáy vào năm 1991, và sự phục hồi sau đó kéo dài nhất trong lịch sử Hoa Kỳ, với tỷ lệ thất nghiệp giảm xuống còn khoảng 4%. Một đợt suy thoái kinh tế nhẹ bắt đầu vào tháng 3 năm 2001, với tỷ lệ thất nghiệp tăng lên 6%; nền kinh tế bắt đầu phục hồi vào tháng 11 năm 2001, và tỷ lệ thất nghiệp cuối cùng giảm xuống mức 4,4%. Bắt đầu từ tháng 12 năm 2007, nền kinh tế rơi vào một cuộc suy thoái kinh tế sâu và tỷ lệ thất nghiệp đã tăng lên trên 10% trước khi nền kinh tế bắt đầu phục hồi từ từ vào tháng 6 năm 2009. Đến năm 2017, tỷ lệ thất nghiệp đã giảm xuống dưới 4½%.

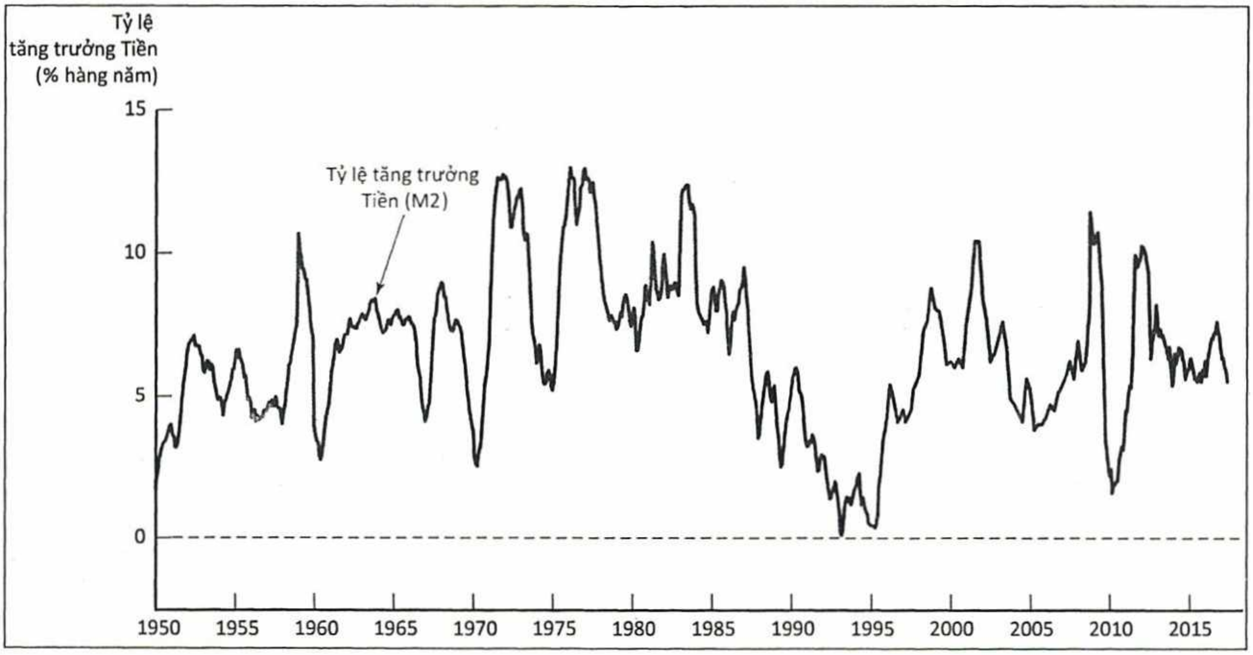
Tại sao nền kinh tế lại trải qua những biến động rõ rệt như vậy? Các bằng chứng cho thấy rằng tiền đóng một vai trò quan trọng trong việc tạo ra **các chu kỳ kinh doanh**, là sự vận động lên xuống của tổng sản lượng trong nền kinh tế. Tất cả chúng ta đều bị ảnh hưởng tức thời và mạnh mẽ bởi chu kỳ kinh doanh. Ví dụ, khi sản lượng tăng, bạn sẽ dễ dàng tìm được một công việc tốt hơn; khi sản lượng sụt giảm, việc tìm kiếm một công việc tốt có thể trở nên khó khăn. Hình 3 cho thấy sự biến động của tốc độ tăng cung tiền trong giai đoạn 1950–2017, với các vùng được tô bóng đại diện cho các đợt **suy thoái**, hoặc các giai đoạn tổng sản lượng giảm. Chúng ta thấy rằng tốc độ tăng trưởng tiền đã giảm trước hầu hết các cuộc suy thoái, cho thấy có thể những thay đổi trong tăng trưởng tiền là động lực thúc đẩy các biến động của chu kỳ kinh doanh. Tuy nhiên, việc giảm tốc độ tăng trưởng tiền thường không kéo theo suy thoái.

Chúng ta sẽ khám phá cách tiền và chính sách tiền tệ ảnh hưởng đến tổng sản lượng trong các Chương từ 19 đến 25 (Phần 6) của cuốn sách này, là các chương chúng ta nghiên cứu về **lý thuyết tiền tệ**, lý thuyết liên hệ lượng tiền và chính sách tiền tệ với những thay đổi trong tổng hoạt động kinh tế và lạm phát.

Tiền và lạm phát

Bộ phim bạn đã trả 10 đô la để xem tuần trước, vào 30 năm trước chỉ tốn của bạn một hoặc hai đô la. Trên thực tế, với 10 đô la đó, bạn đã có thể ăn tối, xem phim và mua cho mình một xô lớn bỏng ngô bơ nóng hổi. Hình 4 minh họa sự dịch chuyển của giá cả trung bình trong nền kinh tế Hoa Kỳ từ năm 1950 đến năm 2017, cho thấy giá của hầu hết các mặt hàng hiện nay đều cao hơn so với trước. Giá trung bình của hàng hóa và dịch vụ trong một nền kinh tế được gọi là **mức giá tổng** hay đơn giản hơn là mức giá (trong phần phụ

MyLab Economics Dữ liệu thời gian thực



HÌNH 3 Tăng trưởng tiền (Tỷ lệ của M2 hàng năm) và Chu kỳ kinh doanh ở Hoa Kỳ, 1950–2017

Mặc dù tốc độ tăng trưởng tiền đã giảm trước hầu hết mọi cuộc suy thoái, nhưng không phải mọi sự suy giảm tốc độ tăng trưởng tiền tệ đều kéo theo suy thoái. Các khu vực bóng mờ thể hiện các đợt suy thoái.

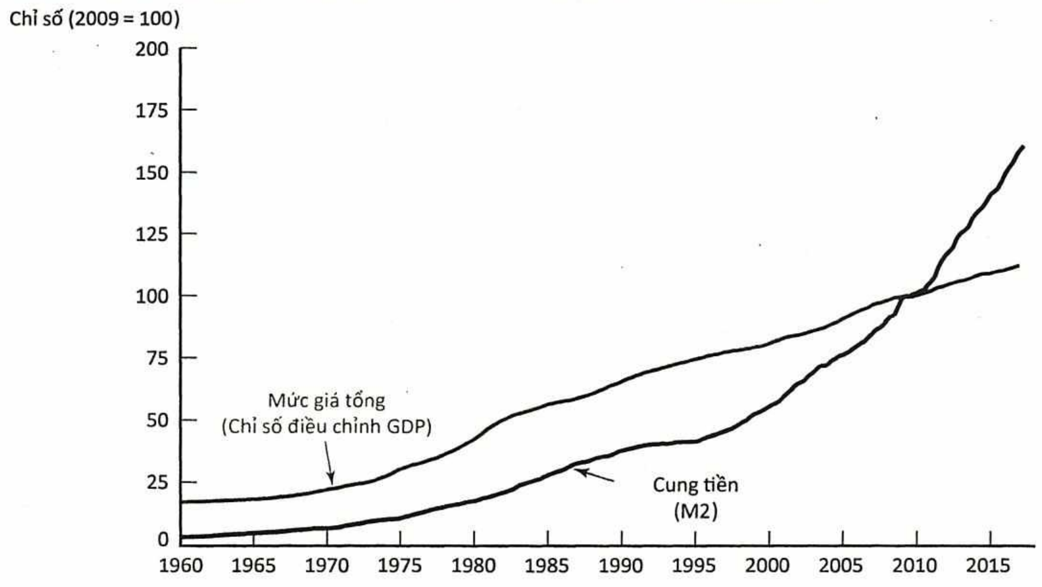
Nguồn: **Ngân hàng Dự trữ Liên bang St. Louis, cơ sở dữ liệu FRED:** https://fred.stlouisfed.org/series/M2SL

lục của chương này có một định nghĩa chính xác hơn). Từ năm 1960 đến năm 2017, mức giá đã tăng hơn sáu lần. **Lạm phát**, là hiện tượng mức giá tăng liên tục, ảnh hưởng đến các cá nhân, doanh nghiệp và chính phủ. Lạm phát thường được coi là một vấn đề quan trọng cần giải quyết và thường được đặt lên hàng đầu trong các chương trình nghị sự về chính sách và chính trị. Để giải quyết vấn đề lạm phát, chúng ta cần biết một chút về nguyên nhân hình thành nên nó.

Điều gì giải thích lạm phát? Hình 4, biểu đồ liên kết cung tiền với mức giá cung cấp một đầu mối cho câu trả lời. Như chúng ta có thể thấy, mức giá và cung tiền thường tăng cùng nhau. Những dữ liệu này chỉ ra rằng có vẻ như sự gia tăng liên tục trong cung tiền là một yếu tố quan trọng trong sự gia tăng liên tục của mức giá mà chúng ta gọi là lạm phát.

Hình 5, biểu đồ **tỷ lệ lạm phát** trung bình (tốc độ thay đổi của mức giá, thường được đo bằng phần trăm thay đổi mỗi năm) cho một số quốc gia trong giai đoạn 10 năm 2006–2016 so với tốc độ tăng trưởng tiền bình quân so với cùng kỳ, cung cấp thêm bằng chứng cho thấy lạm phát có thể gắn liền với việc tiếp tục tăng cung tiền. Như bạn có thể thấy, có một mối liên hệ cùng chiều giữa lạm phát và tốc độ tăng cung tiền: Các quốc gia có tỷ lệ lạm phát cao nhất cũng là những quốc gia có tỷ lệ tăng trưởng tiền cao nhất. Ví dụ, trong thời kỳ này Nga và Thổ Nhĩ Kỳ có lạm phát cao và tốc độ tăng trưởng tiền của họ cao. Ngược lại, Nhật Bản và khu vực đồng Euro có tỷ lệ lạm phát thấp trong cùng thời kỳ và tốc độ tăng trưởng tiền của họ thấp. Bằng chứng này khiến Milton Friedman, nhà kinh tế đoạt giải Nobel, đã đưa ra tuyên bố nổi tiếng, "Lạm phát luôn luôn và lúc nào cũng là một hiện

MyLab Economics Dữ liệu thời gian thực



HÌNH 4 **Mức giá tổng và cung tiền ở Hoa Kỳ, 1960–2017**

Từ năm 1960 đến năm 2017, mặt bằng giá đã tăng hơn sáu lần.

Nguồn: **Ngân hàng Dự trữ Liên bang St. Louis, cơ sở dữ liệu FRED:** https://fred.stlouisfed.org/series/M2SL; https://fred.stlouisfed.org/series/GDPDEF

tượng tiền tệ."[2] Chúng ta sẽ xem xét vai trò gây ra lạm phát của lượng tiền và chính sách tiền tệ trong Chương 19 và 23.

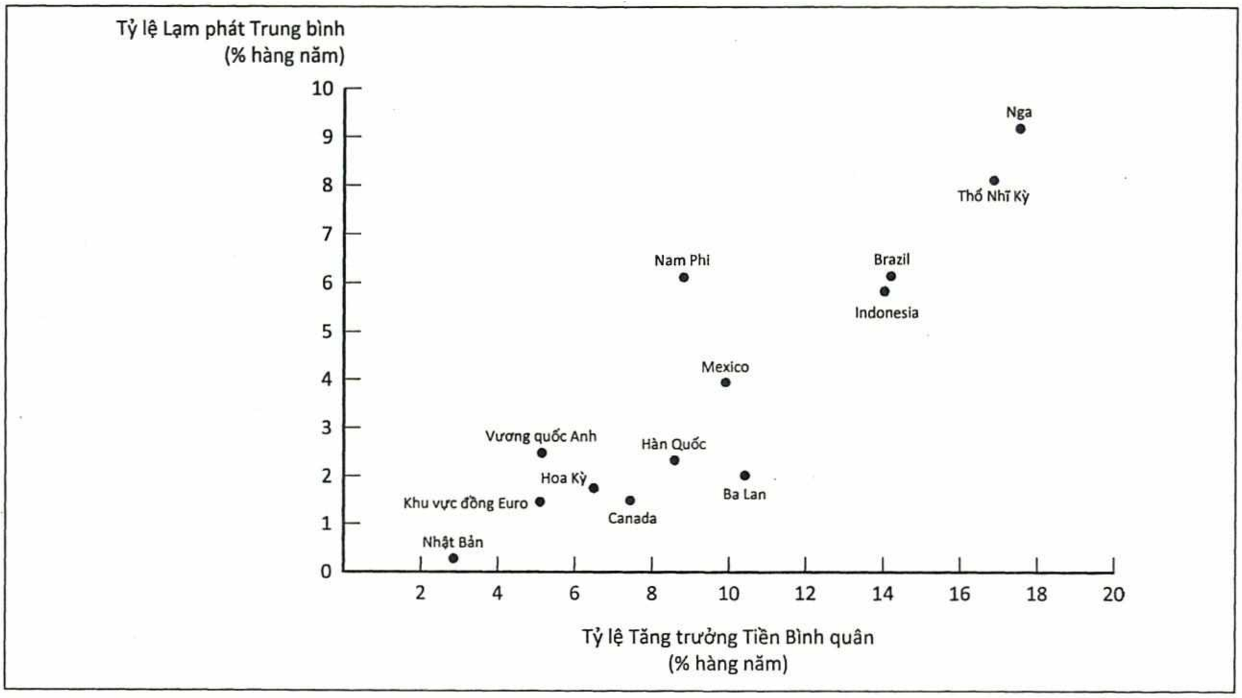
Tiền và Lãi suất

Bên cạnh các yếu tố khác, tiền cũng đóng vai trò quan trọng trong biến động của lãi suất, và được các doanh nghiệp và người tiêu dùng hết sức quan tâm. Hình 6 cho thấy những thay đổi trong lãi suất trái phiếu kho bạc dài hạn và tốc độ tăng trưởng tiền từ năm 1950 đến 2017. Khi tốc độ tăng trưởng tiền tăng trong những năm 1960 và 1970, lãi suất trái phiếu dài hạn cũng tăng theo. Tuy nhiên, mối quan hệ giữa tăng trưởng tiền và lãi suất kể từ năm 1980 đã không còn rõ ràng nữa. Chúng ta sẽ phân tích mối quan hệ giữa tăng trưởng tiền và lãi suất khi xem xét sự biến động của lãi suất trong Chương 5.

Thực thi chính sách tiền tệ

Vì tiền ảnh hưởng đến nhiều biến số kinh tế quan trọng đối với nền kinh tế, các chính trị gia và các nhà hoạch định chính sách trên khắp thế giới quan tâm đến việc thực hiện **chính sách tiền tệ**, để quản lý tiền và lãi suất. Cơ quan chịu trách nhiệm về việc thực hiện chính sách tiền tệ của một quốc gia là **ngân hàng trung ương**. Ngân hàng trung

[2] Milton Friedman, Dollars and Deficits (Upper Saddle River, NJ: Prentice Hall, 1968), p. 39.



HÌNH 5 **Tỷ lệ lạm phát trung bình và tỷ lệ tăng trưởng tiền bình quân của các quốc gia được chọn, 2006–2016**

Có thể thấy mối liên hệ cùng chiều giữa lạm phát trung bình trong 10 năm và tốc độ tăng cung tiền: Các quốc gia có tỷ lệ lạm phát cao nhất cũng là những quốc gia có tỷ lệ tăng trưởng tiền cao nhất.

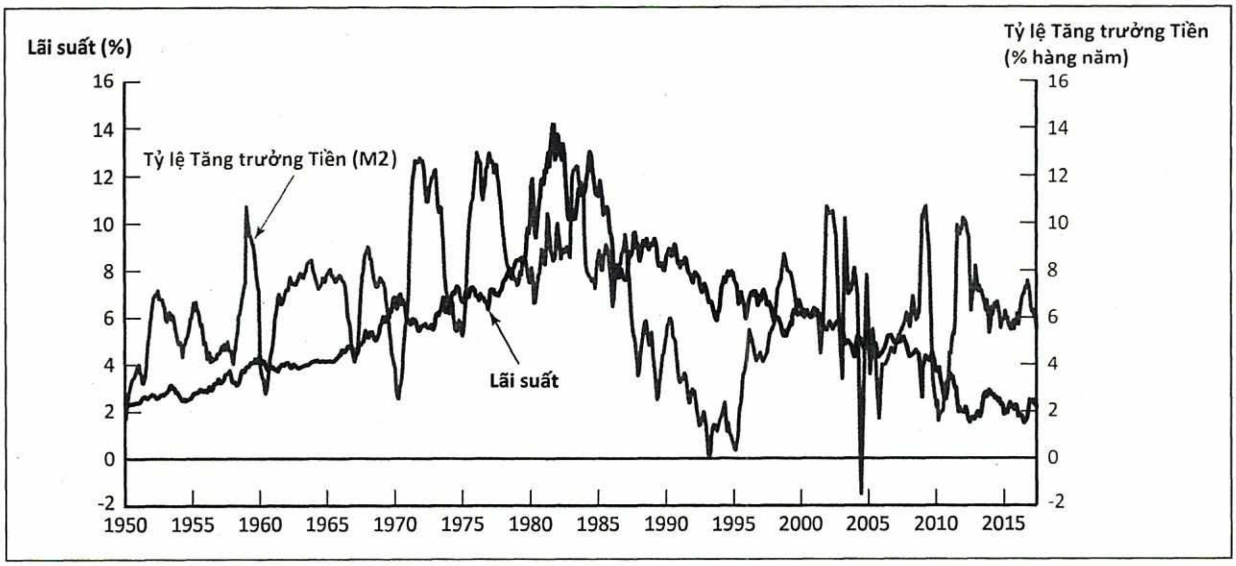
Nguồn: **Ngân hàng Dự trữ Liên bang St. Louis, cơ sở dữ liệu FRED:** https://fred.stlouisfed.org/

ương của Hoa Kỳ là **Hệ thống Dự trữ Liên bang** (còn được gọi tắt là "**Fed**"). Trong các Chương từ 13 đến 16 (Phần 4), chúng ta sẽ nghiên cứu cách các ngân hàng trung ương như Hệ thống Dự trữ Liên bang tác động đến lượng tiền và lãi suất trong nền kinh tế, sau đó chúng ta sẽ tìm hiểu cách chính sách tiền tệ được thực hiện trong thực tế ở Hoa Kỳ và các quốc gia khác.

Chính sách tài khóa và chính sách tiền tệ

Chính sách tài khóa bao gồm các quyết định về chi tiêu và thuế của chính phủ. **Thâm hụt ngân sách** là phần chi tiêu của chính phủ vượt quá thu nhập từ thuế trong một khoảng thời gian cụ thể, thường là một năm, trong khi **thặng dư ngân sách** phát sinh khi thu từ thuế lớn hơn chi tiêu của chính phủ. Chính phủ phải tài trợ cho thâm hụt ngân sách bằng cách đi vay, trong khi thặng dư ngân sách làm gánh nặng nợ của chính phủ thấp hơn. Như Hình 7 cho thấy, thâm hụt ngân sách, so với quy mô của nền kinh tế Hoa Kỳ, đạt đến đỉnh điểm vào năm 1983 ở mức 6% tổng sản lượng quốc gia (được tính bằng **tổng sản phẩm quốc nội**, hay **GDP**, một thước đo tổng sản lượng được mô tả trong phụ lục của chương này). Kể từ đó, thâm hụt ngân sách lúc đầu giảm xuống dưới 3% GDP, tăng trở lại lên 5% GDP vào đầu những năm 1990 và sau đó giảm xuống, dẫn đến thặng dư ngân sách từ năm

MyLab Economics Dữ liệu thời gian thực



HÌNH 6 Tăng trưởng tiền (Tỷ lệ của M2 hàng năm) và Lãi suất (Trái phiếu Kho bạc Mỹ dài hạn), 1950–2017

Khi tốc độ tăng trưởng tiền tăng trong những năm 1960 và 1970, lãi suất trái phiếu dài hạn cũng tăng theo. Tuy nhiên, mối quan hệ giữa tăng trưởng tiền và lãi suất đã ít rõ ràng hơn kể từ năm 1980.

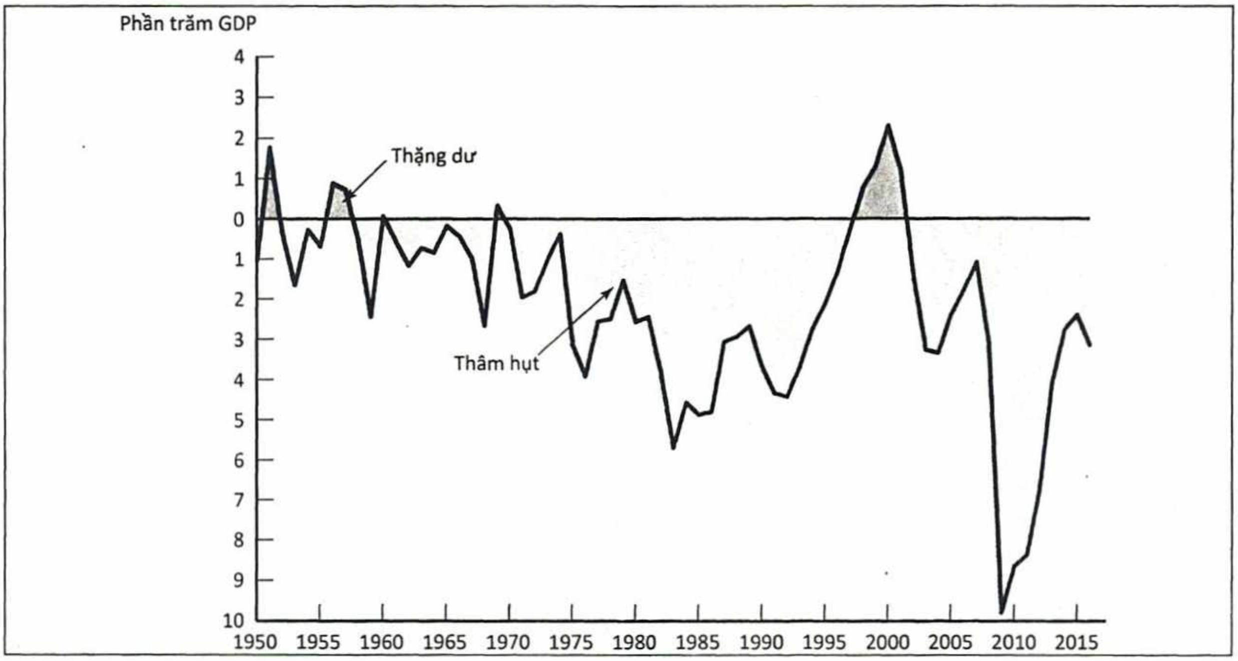
Nguồn: **Ngân hàng Dự trữ Liên bang St. Louis, cơ sở dữ liệu FRED:** https://fred.stlouisfed.org/series/M2SL; https://fred.stlouisfed.org/series/GS10; https://fred.stlouisfed.org/series/M2SL

1999 đến năm 2001. Sau vụ tấn công khủng bố ngày 11 tháng 9 năm 2001, cuộc chiến tranh ở Iraq bắt đầu vào tháng 3 năm 2003 và cuộc khủng hoảng tài chính 2007-2009, ngân sách quay trở lại thâm hụt, với mức thâm hụt có thời điểm vượt quá 10% GDP và sau đó giảm đáng kể. Phải làm gì với thâm hụt ngân sách luôn là chủ đề pháp lý và là nguồn gốc của các cuộc chiến gay gắt giữa Tổng thống và Quốc hội trong những năm gần đây.

Bạn có thể đã đọc những tuyên bố trên báo chí hoặc nghe trên TV rằng thặng dư ngân sách là tốt, trong khi thâm hụt là không tốt. Trong Chương 19, chúng ta xem xét lý do tại sao thâm hụt có thể khiến tốc độ tăng trưởng tiền cao hơn, tỷ lệ lạm phát cao hơn và lãi suất cao hơn.

TẠI SAO CẦN HỌC VỀ TÀI CHÍNH QUỐC TẾ?

Tiến trình toàn cầu hóa thị trường tài chính đã tăng tốc nhanh chóng trong những năm gần đây. Thị trường tài chính ngày càng hội nhập sâu rộng trên toàn thế giới. Các công ty Mỹ thường xuyên vay trên thị trường tài chính nước ngoài, và các công ty nước ngoài thì vay trên thị trường tài chính Hoa Kỳ. Các ngân hàng và các định chế tài chính khác, chẳng hạn như JP Morgan Chase, Citigroup, UBS và Deutschebank, ngày càng có tính quốc tế, hoạt động ở nhiều quốc gia trên thế giới. Phần 5 của cuốn sách này khám phá thị trường ngoại hối và hệ thống tài chính quốc tế.



HÌNH 7 Thặng dư hoặc thâm hụt ngân sách chính phủ tính theo phần trăm tổng sản phẩm quốc nội, 1950–2016
Thâm hụt ngân sách, so với quy mô của nền kinh tế Hoa Kỳ, đã giảm đáng kể trong những năm qua. Nó tăng lên 6% GDP vào năm 1983 và sau đó giảm xuống, cuối cùng dẫn đến thặng dư ngân sách từ năm 1999 đến năm 2001. Sau đó, thâm hụt ngân sách tăng lên, lên tới đỉnh điểm gần 10% GDP vào năm 2009 và giảm đáng kể sau đó.
Nguồn: **Ngân hàng Dự trữ Liên bang St. Louis, cơ sở dữ liệu FRED:** https://fred.stlouisfed.org/series/M2SL; https://fred.stlouisfed.org/series/FYFSGDA188SI

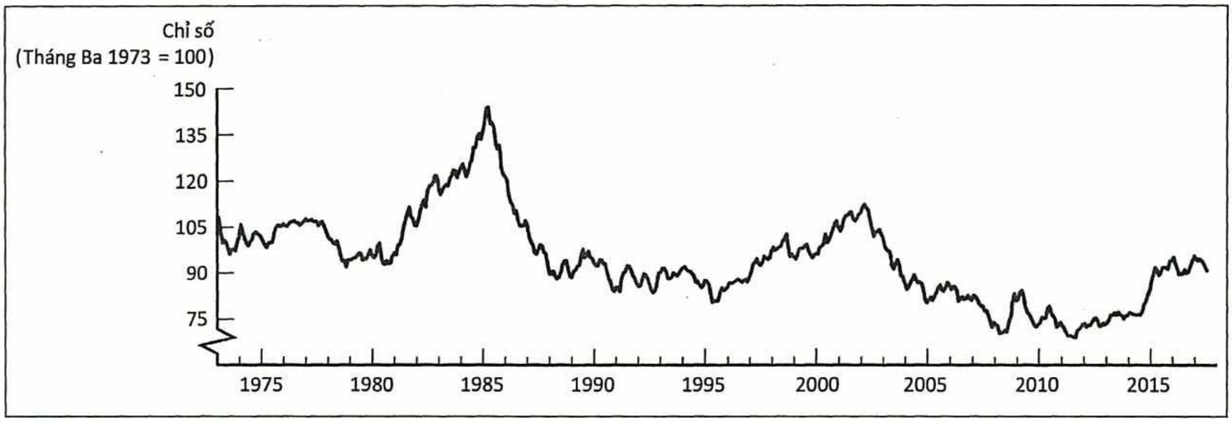
Thị trường ngoại hối

Để quỹ được chuyển từ quốc gia này sang quốc gia khác, chúng phải được chuyển đổi từ đồng tiền của quốc gia xuất xứ (ví dụ như đô la) sang đồng tiền của quốc gia mà chúng sẽ đến (ví dụ, euro). **Thị trường ngoại hối** là nơi diễn ra quá trình chuyển đổi này, vì vậy nó là công cụ để chuyển quỹ giữa các quốc gia. Thị trường này cũng rất quan trọng bởi vì nó là nơi xác định **tỷ giá hối đoái**, hoặc giá của đồng tiền của quốc gia này so với đồng tiền của quốc gia khác.

Hình 8 cho thấy tỷ giá hối đoái của đô la Mỹ từ năm 1973 đến năm 2017 (được đo bằng giá trị của đồng đô la Mỹ theo giỏ các ngoại tệ chủ yếu). Những biến động về giá cả trên thị trường này là rất đáng kể: Giá trị của đồng đô la tăng nhẹ cho đến năm 1976, và sau đó đạt mức thấp trong giai đoạn 1978–1980. Từ năm 1980 đến đầu năm 1985, giá trị của đồng đô la tăng lên đáng kể, và sau đó lại giảm xuống tới đáy khác vào năm 1995. Đồng đô la sau đó tăng giá cho đến năm 2002 và sau đó giảm giá đáng kể từ năm 2002 đến năm 2011, chỉ tăng tạm thời trong năm 2008 và 2009. Từ năm 2011 cho đến năm 2017, đồng đô la tăng giá trở lại, nhưng vẫn thấp hơn giá trị năm 2002 của nó.

Những biến động này trong tỷ giá hối đoái có ý nghĩa gì đối với công chúng và các doanh nghiệp Mỹ? Sự thay đổi của tỷ giá hối đoái có ảnh hưởng trực tiếp đến người tiêu dùng Mỹ vì nó ảnh hưởng đến chi phí nhập khẩu. Vào năm 2001, khi đồng euro có giá trị khoảng 85 cent, 100 euro hàng hóa châu Âu (ví dụ rượu vang Pháp) có giá 85 đô la. Khi đô la sau đó suy yếu, khiến giá một euro lên mức cao nhất gần 1,50 đô la, 100 euro tiền rượu có giá là 150 đô la. Do đó, một đồng đô la yếu hơn nghĩa là hàng hóa nước ngoài đắt hơn, làm cho việc đi du lịch nước ngoài trở nên đắt đỏ hơn và làm tăng chi phí để thỏa

MyLab Economics Dữ liệu thời gian thực



HÌNH 8 **Tỷ giá hối đoái của Đô la Mỹ, 1973–2017**

Giá trị của đô la Mỹ so với các đồng tiền khác đã biến động đáng kể trong những năm qua.

Nguồn: **Ngân hàng Dự trữ Liên bang St. Louis, cơ sở dữ liệu FRED:** https://fred.stlouisfed.org/series/TWEXMMTH

mãn nhu cầu của bạn với các món ngon nhập khẩu. Khi giá trị của đồng đô la giảm xuống, người Mỹ giảm mua hàng hóa nước ngoài và tăng tiêu thụ hàng hóa trong nước (chẳng hạn như du lịch bên trong Hoa Kỳ hoặc rượu vang do người Mỹ sản xuất).

Ngược lại, đồng đô la mạnh có nghĩa là hàng hóa Mỹ xuất khẩu ra nước ngoài sẽ có giá cao hơn ở nước ngoài, và do đó người nước ngoài sẽ mua ít hàng hóa đó hơn. Ví dụ, xuất khẩu thép đã giảm khi đồng đô la mạnh lên trong các giai đoạn 1980–1985, 1995–2002 và 2011–2017. Đồng đô la mạnh đã mang lại lợi ích cho người tiêu dùng Mỹ vì nó làm cho hàng hóa nước ngoài rẻ hơn nhưng làm tổn hại đến các doanh nghiệp Mỹ và giảm bớt việc làm khi làm giảm doanh số bán hàng cả trong nước và nước ngoài của các doanh nghiệp. Sự sụt giảm giá trị của đồng đô la từ năm 1985 đến năm 1995 và từ năm 2002 đến năm 2011 có tác động ngược lại: Nó khiến hàng hóa nước ngoài trở nên đắt hơn nhưng lại làm các doanh nghiệp Mỹ tăng khả năng cạnh tranh. Sự biến động trên thị trường ngoại hối có những hậu quả lớn đối với nền kinh tế Hoa Kỳ.

Trong Chương 17, chúng ta sẽ nghiên cứu cách tỷ giá hối đoái được xác lập trên thị trường ngoại hối, tại đó đô la được mua và bán để đổi lấy ngoại tệ.

Hệ thống tài chính quốc tế

Sự gia tăng mạnh mẽ của dòng vốn giữa các quốc gia đã làm tăng tác động của hệ thống tài chính quốc tế đối với các nền kinh tế nội địa. Các vấn đề chúng ta sẽ khám phá trong Chương 18 bao gồm:

- Quyết định của một quốc gia khi cố định tỷ giá hối đoái của mình với tỷ giá hối đoái của quốc gia khác sẽ định hình việc thực hiện chính sách tiền tệ như thế nào?
- Tác động của các biện pháp kiểm soát vốn nhằm hạn chế sự luân chuyển vốn qua biên giới quốc gia đối với các hệ thống tài chính nội địa và hiệu quả hoạt động của nền kinh tế là gì?
- Các định chế tài chính quốc tế, chẳng hạn như Quỹ tiền tệ Quốc tế, đóng vai trò gì trong hệ thống tài chính quốc tế?

TIỀN, NGÂN HÀNG VÀ THỊ TRƯỜNG TÀI CHÍNH VÀ SỰ NGHIỆP CỦA BẠN

Trước khi chọn môn học này, bạn có thể đã tự hỏi mình câu hỏi thực tế, "Học về tiền, ngân hàng và thị trường tài chính sẽ giúp ích gì cho sự nghiệp của tôi?" Đối với một số bạn, câu trả lời khá đơn giản. Các định chế tài chính thuộc nhóm những nhà tuyển dụng lớn nhất, và việc hiểu biết về tiền, ngân hàng và thị trường tài chính có thể giúp bạn có được một công việc tốt trong lĩnh vực tài chính.

Ngay cả khi sở thích của bạn ở lĩnh vực khác, việc nghiên cứu về tiền, ngân hàng và các định chế tài chính có thể giúp nâng cấp sự nghiệp của bạn vì sẽ có nhiều lần trong cuộc đời bạn, với tư cách là một nhân viên hoặc chủ một doanh nghiệp, các kỹ năng tư duy phản biện có được tại đây sẽ cải thiện kết quả công việc của bạn. Ví dụ, hiểu rõ chính sách tiền tệ có thể giúp bạn dự đoán khi nào lãi suất sẽ tăng hoặc giảm, giúp bạn đưa ra quyết định nên vay ngay bây giờ hay đợi sau này. Việc biết cách các ngân hàng và các định chế tài chính khác được quản lý thế nào có thể giúp bạn có một *deal* tốt hơn khi cần vay từ họ hoặc nếu bạn quyết định gửi quỹ cho họ. Kiến thức về cách hoạt động của thị trường tài chính có thể giúp bạn đưa ra quyết định đầu tư tốt hơn, cho dù là cho bản thân hay cho công ty bạn đang làm việc.

CHÚNG TA SẼ HỌC VỀ TIỀN, NGÂN HÀNG VÀ THỊ TRƯỜNG TÀI CHÍNH NHƯ THẾ NÀO

Cuốn sách giáo khoa này nhấn mạnh "cách tư duy kinh tế" bằng cách phát triển một khung nghiên cứu thống nhất để bạn tìm hiểu về thị trường tiền tệ, ngân hàng và tài chính. Khung phân tích này sử dụng một số khái niệm kinh tế cơ bản để giúp tổ chức tư duy của bạn về việc xác định giá tài sản, cấu trúc thị trường tài chính, quản lý ngân hàng và vai trò của tiền trong nền kinh tế. Nó bao hàm các khái niệm cơ bản sau:

- Cách tiếp cận giản lược hóa đối với cầu tài sản
- Khái niệm về trạng thái cân bằng
- Phân tích cung và cầu cơ bản để giải thích hành vi của thị trường tài chính
- Tìm kiếm lợi nhuận
- Tiếp cận cấu trúc tài chính dựa trên chi phí giao dịch và thông tin bất cân xứng
- Phân tích tổng cung và tổng cầu

Khung nghiên cứu thống nhất trong cuốn sách này sẽ giúp kiến thức của bạn không bị lỗi thời và làm cho tài liệu học tập trở nên thú vị hơn. Nó cho phép bạn học những gì thực sự quan trọng mà không cần phải nhớ một loạt những thứ buồn tẻ mà bạn sẽ quên ngay sau khi thi xong. Khung nghiên cứu này cũng sẽ cung cấp cho bạn các công cụ cần thiết để hiểu các xu hướng trên thị trường tài chính và các biến số như lãi suất, tỷ giá hối đoái, lạm phát và tổng sản lượng.

Để giúp bạn hiểu và áp dụng khung nghiên cứu thống nhất, bạn sẽ thấy các mô hình đơn giản trong đó những biến không đổi được khoanh vùng cẩn thận. Mỗi bước trong quá trình xây dựng mô hình được trình bày rõ ràng và thận trọng, và sau đó các mô hình sẽ được sử dụng để giải thích các hiện tượng khác nhau bằng cách tập trung vào những thay đổi của một biến tại một thời điểm, giữ tất cả các biến khác không đổi.

Để củng cố tính hữu ích của các mô hình, cuốn sách này sử dụng các trường hợp nghiên cứu, ứng dụng, và hộp quan tâm đặc biệt để cung cấp thêm bằng chứng hỗ trợ hoặc nghi ngờ về các lý thuyết đang được thảo luận. Việc tiếp xúc với các sự kiện trong đời thực và dữ liệu thực chứng sẽ khiến bạn không còn nghĩ rằng tất cả những gì các nhà kinh tế học làm là đưa ra các giả định trừu tượng và xây dựng các lý thuyết chẳng liên quan mấy đến thực tiễn.

Trong thế giới thực bên ngoài lớp học, muốn hiểu biết tốt về tài chính bạn phải có các công cụ để theo dõi tin tức tài chính được báo cáo trong các ấn phẩm tài chính hàng đầu và trên Web. Nhằm hỗ trợ và khuyến khích bạn đọc tin tức tài chính, cuốn sách này có các hộp đặc biệt có tiêu đề "Theo dòng tin Tài chính" cung cấp những thông tin và định nghĩa chi tiết để giúp bạn đánh giá dữ liệu được nhắc tới thường xuyên trên các phương tiện truyền thông. Cuốn sách này cũng có hơn 700 câu hỏi cuối chương và các bài tập ứng dụng yêu cầu bạn áp dụng các khái niệm phân tích đã học vào các vấn đề trong thế giới thực.

Khám phá Web

World Wide Web đã trở thành một nguồn tài nguyên vô cùng quý giá và thuận tiện cho việc nghiên cứu tài chính. Cuốn sách này nhấn mạnh tầm quan trọng của công cụ này. Đầu tiên, bạn có thể xem dữ liệu mới nhất của đa số các dữ liệu trong sách bằng cách sử dụng eText để truy cập cơ sở dữ liệu FRED của Ngân hàng Dự trữ Liên bang St. Louis. Các số liệu mà bạn có thể tự truy cập được gắn nhãn Dữ liệu thời gian thực MyLab Economics. Thứ hai, ở hầu hết cuối mỗi chương đều có một số bài tập phân tích Dữ liệu thời gian thực, yêu cầu bạn tải xuống dữ liệu mới nhất từ cơ sở dữ liệu FRED của Ngân hàng Dự trữ Liên bang St. Louis và sau đó sử dụng những dữ liệu này để trả lời các câu hỏi thú vị. Thứ ba, ở cuối nhiều chương có các bài tập bổ sung nhắc bạn truy cập các trang web liên quan đến chương và sử dụng chúng để tìm hiểu thêm về các vấn đề kinh tế vĩ mô. Các tài liệu tham khảo bổ sung cũng được cung cấp ở cuối mỗi chương; chúng liệt kê đường dẫn của các trang web liên quan đến nội dung đang được thảo luận. Bạn có thể truy cập các trang web này để tìm hiểu thêm về chủ đề mà bạn thấy đặc biệt quan tâm. Lưu ý: địa chỉ của trang web có thể thay đổi thường xuyên. Chúng tôi đã cố gắng chọn các trang web ổn định, nhưng chúng tôi thấy rằng ngay cả các địa chỉ của chính phủ cũng thay đổi. Trang web của nhà xuất bản (www.pearson.com/mylab/economics) sẽ duy trì danh sách cập nhật các đường dẫn mới nhất cho bạn.

KẾT LUẬN

Tiền, ngân hàng và thị trường tài chính là một lĩnh vực nghiên cứu thú vị, ảnh hưởng trực tiếp đến cuộc sống và sự nghiệp của bạn. Lãi suất ảnh hưởng đến thu nhập bạn kiếm được từ khoản tiết kiệm của mình và số tiền chi trả cho các khoản vay bạn đang cần để mua một chiếc xe hơi hoặc một ngôi nhà, và chính sách tiền tệ có thể ảnh hưởng đến triển vọng công việc của bạn và giá bạn sẽ phải trả cho hàng hóa trong tương lai. Việc bạn học về tiền, ngân hàng và thị trường tài chính sẽ đưa bạn tới với nhiều tranh luận sôi nổi liên quan đến chính sách kinh tế trên chính trường và sẽ giúp bạn hiểu rõ hơn về các hiện tượng kinh tế mà bạn nghe được trên các phương tiện truyền thông. Kiến thức bạn thu được sẽ ở lại với bạn và mang lại lợi ích cho bạn lâu dài sau khi khóa học này kết thúc.

TÓM LƯỢC

1. Các hoạt động trên thị trường tài chính ảnh hưởng trực tiếp đến sự giàu có của các cá nhân, hành vi của các doanh nghiệp và hiệu quả của nền kinh tế. Có ba thị trường tài chính đáng được quan tâm đặc biệt: thị trường trái phiếu (nơi xác định lãi suất), thị trường cổ phiếu (có ảnh hưởng lớn đến sự giàu có của người dân và quyết định đầu tư của các công ty), và thị trường ngoại hối (vì sự biến động của tỷ giá hối đoái có hậu quả lớn đối với nền kinh tế Hoa Kỳ)
2. Các ngân hàng và các định chế tài chính khác chuyển quỹ từ những người không thể sử dụng chúng một cách hiệu quả cho những người có thể và do đó đóng một vai trò quan trọng trong việc nâng cao hiệu quả của nền kinh tế. Khi hệ thống tài chính có vấn đề và tạo ra một cuộc khủng

hoảng tài chính, các định chế tài chính phá sản, gây thiệt hại nặng nề cho nền kinh tế.

3. Tiền và chính sách tiền tệ có thể ảnh hưởng lớn đến lạm phát, chu kỳ kinh doanh và lãi suất. Bởi vì những biến số kinh tế này rất quan trọng đối với sức khỏe của nền kinh tế, chúng ta cần hiểu chính sách tiền tệ là gì và nên được điều hành như thế nào. Chúng ta cũng cần nghiên cứu chính sách tài khóa của chính phủ vì nó có thể là một nhân tố ảnh hưởng đến việc điều hành chính sách tiền tệ.
4. Học về tiền, ngân hàng, và các thị trường tài chính có thể giúp thúc đẩy sự nghiệp của bạn bằng cách giúp bạn: có được một công việc thu nhập tốt trong lĩnh vực tài chính, quyết định khi nào bạn hay công ty của bạn nên vay mượn, có được một thỏa thuận vay tốt hơn từ các định chế tài chính, hoặc đưa ra quyết định đầu tư tốt hơn.
5. Cuốn sách giáo khoa này nhấn mạnh đến "cách suy nghĩ kinh tế" bằng cách phát triển một khung nghiên cứu thống nhất để nghiên cứu thị trường tiền tệ, ngân hàng và tài chính, sử dụng một số nguyên tắc kinh tế cơ bản. Quyển sách này cũng nhấn mạnh sự tương tác của phân tích lý thuyết và dữ liệu thực chứng.

THUẬT NGỮ QUAN TRỌNG

CÂU HỎI

Tất cả các câu hỏi đều có trong **MyLab Economics** *tại* www.pearson.com/mylab/economics.

1. Mối quan hệ điển hình giữa lãi suất tín phiếu kho bạc kỳ hạn 3 tháng, trái phiếu kho bạc dài hạn và trái phiếu doanh nghiệp Baa là gì?
2. Giá cổ phiếu giảm có thể ảnh hưởng gì đến đầu tư kinh doanh?
3. Giải thích sự khác biệt chính giữa trái phiếu và cổ phiếu phổ thông.
4. Giải thích mối liên hệ giữa một thị trường tài chính hoạt động tốt và tăng trưởng kinh tế. Kể tên một kênh qua đó thị trường tài chính có thể ảnh hưởng đến tăng trưởng kinh tế và nghèo đói.
5. Nguyên nhân chính của cuộc suy thoái bắt đầu vào năm 2007 là gì?
6. Bạn có thể nghĩ ra lý do tại sao nói chung mọi người không cho nhau vay tiền để mua nhà hoặc xe hơi không? Câu trả lời của bạn sẽ giúp giải thích thế nào về sự tồn tại của các ngân hàng?
7. Ngoài ngân hàng, các trung gian tài chính quan trọng khác trong nền kinh tế là gì?
8. Bạn có thể xác định thời điểm của cuộc khủng hoảng tài chính mới nhất ở Hoa Kỳ hoặc ở Châu u không? Có lý do gì để nghĩ rằng những cuộc khủng hoảng này có thể có liên quan đến nhau không? Tại sao?
9. Tỷ lệ lạm phát ở Hoa Kỳ tăng hay giảm trong vài năm qua? Lãi suất thì sao?
10. Nếu lịch sử lặp lại và chúng ta thấy tốc độ tăng tiền giảm, bạn có thể mong đợi điều gì xảy ra với
    a. sản lượng thực?
    b. tỷ lệ lạm phát?
    c. lãi suất?
11. Khi lãi suất giảm, doanh nghiệp và người tiêu dùng có thể thay đổi hành vi kinh tế của họ như thế nào?
12. Có phải tất cả mọi người sẽ nghèo hơn khi lãi suất tăng không?
13. Tại sao các nhà quản lý của các định chế tài chính lại quan tâm nhiều đến hoạt động của Hệ thống Dự trữ Liên bang?
14. Quy mô thâm hụt ngân sách hiện tại của Hoa Kỳ như thế nào so với thâm hụt hoặc thặng dư ngân sách lịch sử trong khoảng thời gian kể từ năm 1950?

15. Sự sụt giảm giá trị của đồng bảng Anh sẽ ảnh hưởng đến người tiêu dùng Anh như thế nào?
16. Sự gia tăng giá trị của đồng bảng Anh sẽ ảnh hưởng đến các doanh nghiệp Mỹ như thế nào?
17. Sự thay đổi tỷ giá hối đoái có thể ảnh hưởng như thế nào đến lợi nhuận của các định chế tài chính?
18. Theo Hình 8, bạn sẽ chọn thăm Grand Canyon ở Arizona chứ không đến London Tower vào những năm nào?
19. Khi đồng đô la có giá trị cao hơn so với tiền tệ của các quốc gia khác, bạn sẽ chọn mua quần jeans do Mỹ hay nước ngoài sản xuất? Các công ty sản xuất quần jeans của Mỹ vui hơn khi đồng đô la mạnh hay khi đồng đô la yếu? Một công ty Mỹ kinh doanh nhập khẩu quần jeans vào Hoa Kỳ thì sao?
20. Phần lớn nợ của chính phủ Hoa Kỳ do các nhà đầu tư nước ngoài nắm giữ dưới dạng trái phiếu kho bạc và tín phiếu. Sự biến động của tỷ giá đồng đô la ảnh hưởng như thế nào đến giá trị của khoản nợ mà người nước ngoài nắm giữ?

BÀI TẬP ÁP DỤNG

Tất cả các bài tập áp dụng đều có trong **MyLab Economics** *tại* www.pearson.com/mylab/economics.

21. Bảng sau liệt kê tỷ giá hối đoái giữa đô la Mỹ và bảng Anh (GBP) trong tháng 5 năm 2017. Ngày nào là tốt nhất để chuyển đổi 200 đô la sang bảng Anh? Ngày nào sẽ là ngày tệ nhất? Sự khác biệt của bảng Anh là gì?

Ngày	$/£	Ngày	$/£
5-01	1.2917	05-16	1.2912
5-02	1.2921	05-17	1.2944
5-03	1.2916	05-18	1.3009
5-04	1.2910	05-19	1.3018
5-05	1.2950	05-22	1.3006
05-08	1.2942	05-23	1.2984
05-09	1.2939	05-24	1.2935
05-10	1.2939	05-25	1.2954
05-11	1.2885	05-26	1.2795
05-12	1.2880	05-30	1.2858
05-15	1.2917	05-31	1.2905

BÀI TẬP PHÂN TÍCH DỮ LIỆU

Các bài tập được cập nhật bằng Dữ liệu thời gian thực trong **MyLab Economics** và có thể dùng để thực hành hoặc để làm bài tập lớn.

1. Truy cập cơ sở dữ liệu FRED của Cục Dự trữ Liên bang St. Louis và tìm dữ liệu về lãi suất tín phiếu kho bạc ba tháng (TB3MS), lãi suất thương phiếu phi tài chính AA ba tháng (CPN3M), Lãi suất trái phiếu kho bạc 30 năm (GS30), lãi suất thế chấp thông thường 30 năm (MORTGAGE30US) và các chỉ số suy thoái của NBER (USREC). Đối với chỉ báo lãi suất thế chấp, hãy đặt tần suất thành 'hàng tháng'.

   a. Nói chung, các mức lãi suất này biến động như thế nào trong thời kỳ suy thoái và trong thời kỳ tăng trưởng?

   b. Nói chung, lãi suất ba tháng so với lãi suất 30 năm như thế nào? Lãi suất kho bạc so sánh với lãi

suất thương phiếu và vay thế chấp tương ứng như thế nào?

c. Đối với dữ liệu tháng gần nhất, hãy lấy giá trị trung bình của từng mức giá trong ba tháng và so sánh với mức trung bình của mức giá ba tháng từ tháng 1 năm 2000. Kết quả so sánh là thế nào?

d. Đối với dữ liệu tháng gần nhất, hãy lấy giá trị trung bình của từng lãi suất 30 năm và so sánh với mức trung bình của lãi suất 30 năm từ tháng 1 năm 2000. Kết quả so sánh là thế nào?

2. Truy cập cơ sở dữ liệu FRED của Cục Dự trữ Liên bang St. Louis và tìm dữ liệu về cung tiền M1 (M1SL) và lãi suất trái phiếu kho bạc kỳ hạn 10 năm (GS10). Vẽ hai dữ liệu này vào một biểu đồ chung bằng cách sử dụng tính năng "Add Data Series". Chuyển cung tiền M1 thành tốc độ tăng trưởng M1 bằng cách điều chỉnh các đơn vị cho mức cung tiền M1 thành "Percent Change from Year Ago".

a. Nhìn chung, tốc độ tăng trưởng của cung tiền M1 và lãi suất trái phiếu kho bạc kỳ hạn 10 năm diễn biến như thế nào trong thời kỳ suy thoái và trong giai đoạn mở rộng kể từ năm 2000?

b. Nói chung, có tồn tại một mối quan hệ rõ ràng, ổn định giữa tăng trưởng tiền và lãi suất 10 năm kể từ năm 2000 hay không?

c. So sánh tốc độ tăng trưởng tiền và lãi suất 10 năm của tháng gần đây nhất với các thông tin của tháng 1 năm 2000. Chúng so với nhau thế nào?

BÀI TẬP WEB

1. Trong bài thực hành này, chúng ta sẽ thực hành thu thập dữ liệu từ Web và vẽ đồ thị bằng Excel. Truy cập http://www.forecasts.org/data/index.htm, nhấp vào Stock Index Data ở đầu trang và chọn U.S. Stock Indices—Monthly. Cuối cùng, chọn Dow Jones Industrial Average.
    a. Di chuyển dữ liệu vào bảng tính Excel.
    b. Sử dụng dữ liệu từ phần (a), chuẩn bị một biểu đồ. Sử dụng Excel Chart Wizard để gắn nhãn các trục của bạn một cách chính xác.

2. Trong Bài tập 1, bạn đã thu thập dữ liệu và sau đó vẽ biểu đồ Chỉ số Trung bình Công nghiệp Dow Jones (DJIA). Trang web này cũng đưa ra các giá trị dự báo của DJIA. Truy cập http://www.forecasts.org/data/index.htm, và nhấp vào FFC Home ở đầu trang. Nhấp vào liên kết Dow Jones Industrial trong Dự báo ở cột ngoài cùng bên trái.
    a. Dự báo Dow trong sáu tháng là bao nhiêu?
    b. Dự báo mức tăng trong sáu tháng tới là bao nhiêu phần trăm?

TRANG WEB THAM KHẢO

http://www.federalreserve.gov/releases/

Các bản phát hành hàng ngày, hàng tuần, hàng tháng, hàng quý và hàng năm và dữ liệu lịch sử cho các mức lãi suất, tỷ giá hối đoái đã chọn, v.v.

http://stockcharts.com/charts/historical/

Biểu đồ lịch sử của các chỉ số chứng khoán khác nhau trong các khoảng thời gian khác nhau.

http://www.federalreserve.gov

Thông tin chung, chính sách tiền tệ, hệ thống ngân hàng, nghiên cứu và dữ liệu kinh tế của Cục Dự trữ Liên bang.

http://www.bls.gov/data/inflation_calculator.htm

Máy tính này cho phép bạn tính toán sức mua của đồng đô la đã thay đổi như thế nào kể từ năm 1913.

https://www.nationalpriorities.org/budget-basics/federal-budget-101/

Trang web này thảo luận về các vấn đề cơ bản về ngân sách cho chính phủ liên bang, bao gồm quy trình ngân sách liên bang, nguồn tiền đến và đi, vay nợ và nợ liên bang, và bảng chú giải ngân sách liên ban.

http://www.usdebtclock.org/ Đồng hồ nợ quốc gia.

Trang web này báo cáo nợ quốc gia chính xác tại từng thời điểm.

PHỤ LỤC CHƯƠNG

1 Xác định Tổng sản lượng, Thu nhập, Mức giá và Tỷ lệ Lạm phát

Vì những thuật ngữ này được sử dụng rất thường xuyên trong toàn bộ cuốn sách, nên chúng ta cần hiểu rõ các định nghĩa về *tổng sản lượng, thu nhập, mức giá* và *tỷ lệ lạm phát.*

TỔNG SẢN LƯỢNG VÀ THU NHẬP

Thước đo tổng sản lượng được sử dụng phổ biến nhất, **tổng sản phẩm quốc nội (GDP)**, là giá trị thị trường của tất cả hàng hóa và dịch vụ cuối cùng được sản xuất tại một quốc gia trong suốt một năm. Thước đo này loại trừ hai mục mà thoạt nhìn bạn có thể nghĩ rằng nó phải được đưa vào. Các giao dịch mua những hàng hóa đã được sản xuất trong quá khứ, cho dù là một bức tranh Rembrandt hay một ngôi nhà được xây dựng cách đây 20 năm, không được tính là một phần của GDP; mua cổ phiếu hoặc trái phiếu cũng không tính. Cả hai khoản này đều không được tính vào GDP vì những khoản giao dịch này không bao gồm hàng hóa và dịch vụ được sản xuất trong năm. Hàng hóa trung gian, được sử dụng hết vào sản xuất hàng hóa và dịch vụ cuối cùng, chẳng hạn như đường trong thanh kẹo hoặc năng lượng được sử dụng để sản xuất thép, cũng không được tính riêng vào GDP. Bởi vì giá trị của hàng hóa cuối cùng đã bao gồm giá trị của hàng hóa trung gian, nếu đếm riêng chúng sẽ được tính hai lần.

Tổng thu nhập, là toàn bộ thu nhập của *các yếu tố sản xuất* (đất đai, lao động và vốn) từ sản xuất hàng hóa và dịch vụ trong nền kinh tế trong năm, được coi một cách hợp lý là ngang bằng với tổng sản lượng. Bởi vì cuối cùng các khoản thanh toán cho hàng hoá và dịch vụ sẽ phải chuyển trở lại thành thu nhập cho chủ sở hữu các yếu tố sản xuất, các dòng chi trả thu nhập phải bằng các khoản thanh toán cho hàng hoá và dịch vụ cuối cùng. Ví dụ, nếu nền kinh tế có tổng sản lượng là 10 nghìn tỷ đô la, thì tổng các khoản thanh toán thu nhập trong nền kinh tế (tổng thu nhập) cũng là 10 nghìn tỷ đô la.

DANH NGHĨA VÀ THỰC TẾ

Khi tổng giá trị của hàng hóa và dịch vụ cuối cùng được tính theo giá hiện hành, thước đo GDP tính toán ra được gọi là GDP *danh nghĩa.* Từ *danh nghĩa* chỉ ra rằng các giá trị được đo bằng giá hiện hành. Nếu tất cả các mức giá đều tăng gấp đôi nhưng sản lượng hàng hóa và dịch vụ thực tế vẫn giữ nguyên, thì GDP danh nghĩa sẽ tăng gấp đôi, mặc dù mọi người

sẽ không được hưởng lợi ích nhiều gấp đôi từ hàng hóa và dịch vụ. Như vậy, các biến danh nghĩa có thể không phải là thước đo chính xác của tình trạng kinh tế.

Có một thước đo đáng tin cậy hơn về sản xuất kinh tế biểu hiện các giá trị tính theo giá của một năm gốc tùy ý, hiện tại là năm 2009. GDP được đo theo giá cố định được gọi là GDP *thực*, từ *thực* hàm ý rằng giá trị được đo theo mức giá cố định. Do đó, các biến số thực đo lường số lượng hàng hóa, dịch vụ và không thay đổi khi giá cả thay đổi, mà chỉ khi số lượng thực tế thay đổi.

Một ví dụ ngắn gọn sẽ làm rõ hơn sự khác biệt. Giả sử rằng bạn có thu nhập danh nghĩa là 30.000 đô la vào năm 2019 và thu nhập danh nghĩa của bạn là 15.000 đô la vào năm 2009. Nếu tất cả các mức giá đều tăng gấp đôi từ năm 2009 đến năm 2019, bạn có giàu hơn không? Câu trả lời là không: Mặc dù thu nhập của bạn đã tăng gấp đôi, nhưng 30.000 đô la của bạn chỉ giúp bạn mua một lượng hàng hóa tương đương vì giá cũng tăng gấp đôi. Một thước đo thu nhập thực tế chỉ ra rằng thu nhập của bạn về mặt hàng mà nó có thể mua là như nhau. Tính theo giá năm 2009, 30.000 đô la thu nhập danh nghĩa ở năm 2019 hóa ra chỉ là 15.000 đô la thu nhập thực tế. Vì thu nhập thực tế của bạn thực sự là như nhau trong hai năm, trong năm 2019 bạn sẽ không giàu lên hay nghèo đi so với năm 2009.

Bởi vì các biến số thực đo lường các đại lượng về hàng hóa và dịch vụ thực, chúng thường được quan tâm hơn các biến danh nghĩa. Thảo luận về tổng sản lượng hoặc tổng thu nhập trong quyển sách này luôn đề cập đến các thước đo thực (chẳng hạn như GDP thực).

MỨC GIÁ TỔNG

Trong chương này, chúng ta đã định nghĩa mức giá tổng là thước đo giá cả bình quân trong nền kinh tế. Ta thường gặp ba thước đo mức giá tổng trong dữ liệu kinh tế. Đầu tiên là *chỉ số điều chỉnh GDP*, được định nghĩa là GDP danh nghĩa chia cho GDP thực tế. Như vậy, nếu GDP danh nghĩa năm 2019 là 10 nghìn tỷ đô la nhưng GDP thực tế 2019 theo giá năm 2009 là 9 nghìn tỷ đô la thì,

$$\text{Chỉ số điều chỉnh GDP} = \frac{\text{10 nghìn tỷ đô la}}{\text{9 nghìn tỷ đô la}} = 1{,}11$$

Phương trình tính chỉ số điều chỉnh GDP chỉ ra rằng, trung bình, giá cả đã tăng 11% kể từ năm 2009. Thông thường, các thước đo mức giá được trình bày dưới dạng chỉ số giá, thể hiện mức giá của năm gốc (trong ví dụ của chúng ta, 2009) là 100. Do đó, chỉ số điều chỉnh GDP cho năm 2019 sẽ là 111

Một thước đo phổ biến khác về mức giá tổng (mà các nhân viên Fed thường tập trung vào) là *chỉ số giảm phát PCE*, tương tự như điều chỉnh GDP và được định nghĩa là chi tiêu tiêu dùng cá nhân (PCE) danh nghĩa chia cho PCE thực.

Thước đo của mức giá tổng được thường xuyên nhắc tới nhất trên báo chí là *chỉ số giá tiêu dùng (CPI)*. Chỉ số CPI được đo lường bằng cách định giá một "giỏ" hàng hóa và dịch vụ được mua bởi một hộ gia đình thành thị điển hình. Nếu trong suốt cả năm, chi phí của rổ hàng hóa và dịch vụ này tăng từ 500 đô la lên 600 đô la, thì CPI đã tăng 20%. CPI cũng được biểu thị bằng chỉ số giá với năm gốc bằng 100.

Chỉ số CPI, chỉ số giảm phát PCE và chỉ số điều chỉnh GDP của mức giá có thể được sử dụng để chuyển đổi hoặc giảm phát một chỉ báo danh nghĩa thành một chỉ báo thực. Điều này được thực hiện bằng cách chia chỉ báo danh nghĩa cho chỉ số giá. Trong ví dụ của chúng ta, trong đó chỉ số điều chỉnh GDP cho năm 2019 là 1,11 (được biểu thị bằng giá trị chỉ số là 111), GDP thực tế cho năm 2019 bằng

$$\frac{\text{10 nghìn tỷ đô la}}{111} = \text{9 nghìn tỷ đô la theo mức giá năm 2009}$$

tương ứng với con số GDP thực tế cho năm 2019 được giả định trước đó.

TỶ LỆ TĂNG TRƯỞNG VÀ TỶ LỆ LẠM PHÁT

Các phương tiện truyền thông thường nói về tốc độ tăng trưởng của nền kinh tế, và đặc biệt là tốc độ tăng của GDP thực tế. Tốc độ tăng trưởng được định nghĩa là phần trăm thay đổi trong một biến, tức là,

$$\text{tỷ lệ tăng trưởng của } x = \frac{x_t - x_{t-1}}{x_{t-1}} \times 100$$

trong đó t cho biết ngày hôm nay và t - 1 cho biết một năm trước đó.

Ví dụ: nếu GDP thực tế tăng từ 9 nghìn tỷ đô la vào năm 2019 lên 9,5 nghìn tỷ đô la vào năm 2020, thì tốc độ tăng trưởng GDP cho năm 2020 sẽ là 5,6%:

$$\text{Tốc độ tăng trưởng GDP} = \frac{\text{9,5 nghìn tỷ đô la - 9 nghìn tỷ đô la}}{\text{9 nghìn tỷ đô la}} \times 100$$

Tỷ lệ lạm phát được định nghĩa là tốc độ tăng của mức giá tổng. Do đó, nếu chỉ số điều chỉnh GDP tăng từ 111 năm 2019 lên 113 vào năm 2020, tỷ lệ lạm phát sử dụng công cụ điều chỉnh GDP sẽ là 1,8%:

$$\text{tỷ lệ lạm phát} = \frac{113 - 111}{111} \times 100 = 1{,}8$$

Nếu tốc độ tăng trưởng trong thời gian dưới một năm, nó sẽ được quy đổi theo mức hàng năm; nghĩa là, nó được chuyển đổi thành tốc độ tăng trưởng trong thời gian một năm, với giả định rằng tốc độ tăng trưởng không đổi. Đối với GDP, được báo cáo hàng quý, tốc độ tăng trưởng hàng năm sẽ xấp xỉ bốn lần tỷ lệ phần trăm thay đổi trong GDP so với quý trước. Ví dụ: nếu GDP tăng 1% từ quý 1 năm 2019 đến quý 2 năm 2019, thì tốc độ tăng trưởng GDP hàng năm cho quý 2 năm 2019 sẽ được báo cáo là 2% (= 4 X 1/2%). (Phép tính chính xác hơn sẽ là 2,02%, bởi vì tốc độ tăng trưởng hàng quý chính xác sẽ được ghép trên cơ sở hàng quý.)

2 Tổng quan về Hệ thống Tài chính

Mục tiêu học tập

- So sánh và đối chiếu tài trợ trực tiếp và gián tiếp.
- Xác định cấu trúc và các thành phần của thị trường tài chính.
- Liệt kê và mô tả các loại công cụ thị trường tài chính khác nhau.
- Nhận biết các khía cạnh quốc tế của thị trường tài chính.
- Tóm tắt vai trò của chi phí giao dịch, chia sẻ rủi ro và chi phí thông tin liên quan đến các trung gian tài chính.
- Liệt kê và mô tả các loại trung gian tài chính khác nhau.
- Xác định lý do và liệt kê các loại hình quản lý thị trường tài chính.

Giới thiệu

Inez_Nhà phát minh đã thiết kế một robot giá rẻ có thể lau nhà (thậm chí lau cả cửa sổ!), rửa xe và cắt cỏ, nhưng cô ấy không có tiền để đưa phát minh tuyệt vời của mình vào sản xuất. Walter_Cô đơn có rất nhiều tiền tiết kiệm mà ông và vợ đã tích lũy được trong nhiều năm. Nếu Inez và Walter có thể gặp nhau để Walter có thể tài trợ vốn cho Inez, robot của Inez sẽ được ra đời và nền kinh tế sẽ tốt đẹp hơn: Chúng ta sẽ có nhà sạch hơn, xe hơi sáng hơn và bãi cỏ đẹp hơn.

Thị trường tài chính (thị trường trái phiếu và cổ phiếu) và các trung gian tài chính (như ngân hàng, công ty bảo hiểm và quỹ hưu trí) có chức năng cơ bản là gắn kết những người như Inez và Walter lại với nhau để quỹ có thể chuyển từ những người dư (Walter) cho những người thiếu (Inez). Hay thực tế hơn, ví dụ nếu Apple phát minh ra một chiếc iPad tốt hơn, hãng này có thể cần quỹ để tung sản phẩm mới của mình ra thị trường. Tương tự như vậy, khi chính quyền địa phương cần xây dựng một con đường hoặc trường học, họcó thể cần nhiều quỹ hơn so với số thuế tài sản mà người dân địa phương có thể cung cấp. Thị trường tài chính và các trung gian tài chính hoạt động tốt có vai trò rất quan trọng đối với sức khỏe của nền kinh tế.

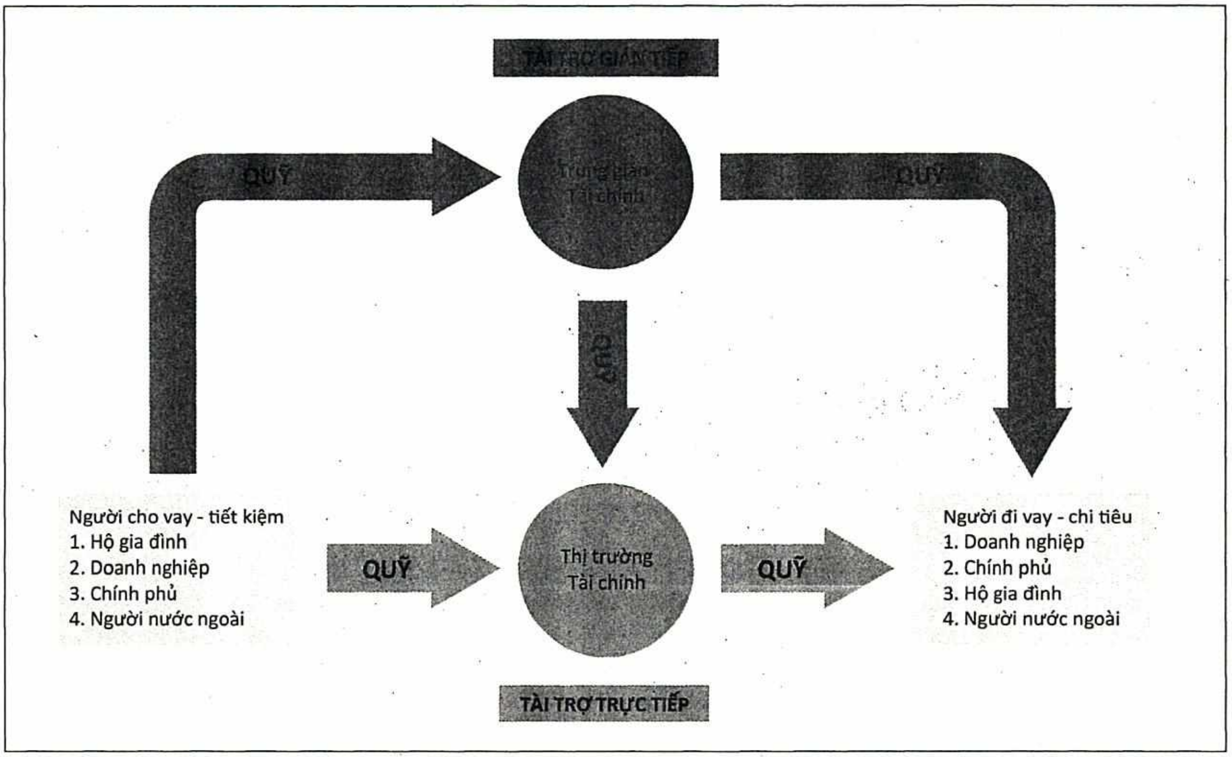
Để nghiên cứu ảnh hưởng của thị trường tài chính và các trung gian tài chính đối với nền kinh tế, chúng ta cần hiểu rõ về cấu trúc chung và hoạt động của chúng. Trong chương này, chúng ta tìm hiểu về các trung gian tài chính chủ yếu và các công cụ được giao dịch trên thị trường tài chính, cũng như cách các thị trường này được điều tiết.

Chương này trình bày tổng quan về một đối tượng nghiên cứu rất thú vị là thị trường và các định chế tài chính. Chúng ta sẽ quay trở lại phân tích một cách chi tiết hơn về quản lý, cấu trúc và sự phát triển của hệ thống tài chính từ Chương 8 đến Chương 12.

CHỨC NĂNG CỦA THỊ TRƯỜNG TÀI CHÍNH

Thị trường tài chính có chức năng kinh tế thiết yếu là chuyển quỹ từ các hộ gia đình, doanh nghiệp và chính phủ đã để dành được một lượng quỹ thặng dư khi họ chi tiêu ít hơn thu nhập, sang những người thiếu quỹ vì họ muốn chi tiêu nhiều hơn thu nhập. Chức năng này được thể hiện dưới dạng sơ đồ trong Hình 1. Những người đã tiết kiệm và đang cho vay quỹ, những người cho vay-tiết kiệm ở bên trái, và những người phải vay để tài trợ chi tiêu của họ, những người đi vay-chi tiêu, ở bên phải. Những người cho vay-tiết kiệm chủ yếu là các hộ gia đình, nhưng các doanh nghiệp và chính phủ (đặc biệt là chính quyền địa

MyLab Economics Bài giảng Mini



HÌNH 1 Dòng quỹ thông qua hệ thống tài chính

Các mũi tên chỉ ra rằng quỹ chạy từ người cho vay-tiết kiệm đến người chi tiêu-đi vay thông qua hai con đường: *tài trợ trực tiếp*, trong đó người đi vay vay quỹ trực tiếp từ thị trường tài chính bằng cách bán chứng khoán và *tài trợ gián tiếp*, trong đó một trung gian tài chính vay quỹ từ người cho vay-tiết kiệm và sau đó sử dụng quỹ này để thực hiện các khoản vay cho người chi tiêu - đi vay.

phương và bang), cũng như người nước ngoài và chính phủ của họ, đôi khi cũng dư quỹ nên họ cũng cho vay. Những người đi vay-chi tiêu quan trọng nhất là các doanh nghiệp và chính phủ (đặc biệt là chính phủ liên bang), nhưng các hộ gia đình và người nước ngoài cũng vay để tài trợ cho việc mua xe hơi, đồ đạc và nhà cửa. Các mũi tên cho thấy rằng quỹ chảy từ người cho vay-tiết kiệm đến người vay-chi tiêu qua hai con đường.

Trong *tài trợ trực tiếp* (dòng dịch chuyển ở dưới cùng của Hình 1), người đi vay vay quỹ trực tiếp từ người cho vay trên thị trường tài chính bằng cách bán *chứng khoán* (còn gọi là *công cụ tài chính*), là những quyền thụ hưởng thu nhập hoặc tài sản trong tương lai của người đi vay, cho người cho vay. Chứng khoán là tài sản cho người mua chúng nhưng là các khoản **nợ phải trả** (IOU) đối với cá nhân hoặc công ty bán (phát hành) chúng. Ví dụ: nếu Ford cần vay quỹ để trả tiền cho một nhà máy mới để sản xuất ô tô điện, thì Ford có thể vay quỹ từ những người tiết kiệm bằng cách bán cho họ một trái phiếu, một chứng khoán nợ hứa hẹn sẽ thanh toán định kỳ trong một khoảng thời gian nhất định, hoặc một cổ phiếu, một chứng khoán cho phép chủ sở hữu được chia phần lợi nhuận và tài sản của công ty.

Tại sao việc chuyển quỹ từ người tiết kiệm sang người chi tiêu lại rất quan trọng đối với nền kinh tế? Câu trả lời là những người tiết kiệm thường không phải là những người có cơ hội đầu tư sinh lợi, mà là các doanh nhân. Đầu tiên chúng ta hãy nghĩ về điều này ở mức độ cá nhân. Giả sử rằng bạn đã tiết kiệm được 1.000 đô la trong năm nay, nhưng không thể vay hoặc cho vay vì không có thị trường tài chính. Nếu bạn không có cơ hội đầu tư để bạn kiếm thu nhập từ tiền tiết kiệm của mình, bạn sẽ chỉ nắm giữ 1.000 đô la và nó sẽ không tạo ra lãi suất. Tuy nhiên, Carl_Thợ mộc có cách sử dụng hiệu quả 1.000 đô la của bạn: Anh ấy có thể sử dụng nó để mua một dụng cụ mới giúp rút ngắn thời gian xây nhà, từ đó kiếm thêm 200 đô la mỗi năm. Nếu bạn có thể liên lạc với Carl, bạn có thể cho anh ấy vay 1.000 đô la với phí thuê (lãi suất) là 100 đô la mỗi năm, và cả hai sẽ đều có lợi. Bạn sẽ kiếm được 100 đô la mỗi năm trên 1.000 đô la của mình, thay vì con số 0 mà bạn sẽ kiếm được nếu để không, trong khi Carl sẽ kiếm thêm 100 đô la thu nhập mỗi năm (200 đô la thu nhập thêm mỗi năm trừ đi 100 đô la phí thuê để sử dụng quỹ).

Nếu không có thị trường tài chính, bạn và Thợ mộc Carl có thể không bao giờ đến được với nhau. Cả hai sẽ bị mắc kẹt ở hiện tại, và cả hai đều không thể khấm khá hơn. Nếu không có thị trường tài chính, rất khó để chuyển quỹ từ một người không có cơ hội đầu tư sang một người có các cơ hội tốt. Vì vậy, thị trường tài chính rất cần thiết để thúc đẩy hiệu quả kinh tế.

Sự tồn tại của thị trường tài chính có lợi ngay cả khi ai đó đi vay cho một mục đích khác ngoài việc gia tăng hiệu suất kinh doanh. Giả sử bạn mới kết hôn, có một công việc tốt và muốn mua một căn nhà. Bạn kiếm được một mức lương khá nhưng vì mới đi làm nên chưa tiết kiệm được nhiều. Nếu tiết kiệm đủ lâu, bạn sẽ có đủ tiền để mua ngôi nhà mơ ước của mình, nhưng khi đó bạn sẽ quá già để có thể tận hưởng trọn vẹn. Không có thị trường tài chính, bạn bị mắc kẹt; bạn không thể mua nhà và phải tiếp tục sống trong căn hộ bé tí tẹo của mình.

Nếu có một thị trường tài chính để những người đã tích lũy tiền tiết kiệm có thể cho bạn vay quỹ để mua nhà, bạn sẽ rất vui vẻ trả cho họ một khoản lãi để có thể sở hữu một ngôi nhà trong khi bạn vẫn còn đủ trẻ để tận hưởng nó. Sau đó, bạn sẽ trả lại dần khoản vay của mình. Nếu khoản vay này được chốt, bạn, cũng như những người đã cho bạn vay đều có lợi. Họ sẽ kiếm được một số tiền lãi đáng lẽ họ đã không kiếm được nếu thị trường tài chính không tồn tại.

Bây giờ chúng ta có thể thấy tại sao thị trường tài chính lại quan trọng đến vậy. Chúng giúp quỹ được chuyển từ những người thiếu cơ hội đầu tư hiệu quả sang những người có cơ hội. Thị trường tài chính trong vai trò quan trọng trong việc tạo ra sự phân bổ **vốn** hiệu quả (của cải, tài chính hoặc vật chất, được sử dụng để tạo ra nhiều của cải hơn), góp phần vào sản xuất và hiệu quả cao hơn cho nền kinh tế nói chung. Và như chúng ta sẽ tìm hiểu trong Chương 12, việc thị trường tài chính sụp đổ trong các cuộc khủng hoảng tài chính, như chúng đã từng sụp đổ trong cuộc khủng hoảng tài chính toàn cầu gần đây, tạo ra những khó khăn kinh tế nghiêm trọng, đôi khi có thể dẫn đến bất ổn chính trị hết sức nguy hiểm.

Thị trường tài chính hoạt động tốt cũng trực tiếp cải thiện hạnh phúc của người tiêu dùng bằng cách cho phép họ sắp xếp thời gian mua hàng tốt hơn. Thị trường này cung cấp quỹ cho những người trẻ để mua những thứ họ cần (và rồi sẽ có đủ khả năng chi trả) mà không buộc họ phải đợi cho đến khi họ tiết kiệm được đủ tiền. Thị trường tài chính hoạt động hiệu quả sẽ cải thiện phúc lợi kinh tế của tất cả mọi người trong xã hội.

CẤU TRÚC CỦA THỊ TRƯỜNG TÀI CHÍNH

Khi đã hiểu chức năng cơ bản của thị trường tài chính, hãy cùng tìm hiểu cấu trúc của chúng. Phần mô tả dưới đây về một vài nhóm thị trường tài chính sẽ minh họa các đặc điểm cơ bản của những thị trường đó.

Thị trường Nợ và Vốn chủ sở hữu

Một công ty hoặc một cá nhân có thể gây quỹ trên thị trường tài chính theo hai cách. Phương pháp phổ biến nhất là thông qua việc phát hành một công cụ nợ, chẳng hạn như trái phiếu hoặc vay thế chấp, là một thỏa thuận theo hợp đồng của người đi vay để trả cho người nắm giữ một số tiền cố định(thanh toán lãi và gốc) cho đến một ngày xác định (ngày đáo hạn), khi khoản thanh toán cuối cùng được thực hiện. **Thời gian đáo hạn** của một công cụ nợ là số năm (thời hạn) cho đến ngày công cụ đó hết hạn. Một công cụ nợ là công cụ nợ **ngắn hạn** nếu thời gian đáo hạn của nó dưới một năm và **dài hạn** nếu thời gian đáo hạn của nó là mười năm hoặc lâu hơn. Các công cụ nợ có thời gian đáo hạn từ một năm đến mười năm được gọi là **trung hạn**.

Phương pháp gây quỹ thứ hai là thông qua việc phát hành **cổ phần**, chẳng hạn như cổ phiếu phổ thông, là những quyền thụ hưởng một phần thu nhập ròng (thu nhập sau chi phí và thuế) và tài sản của một doanh nghiệp. Nếu bạn sở hữu một cổ phiếu phổ thông của một công ty đã phát hành một triệu cổ phiếu, bạn được hưởng 1 phần triệu thu nhập ròng của công ty và 1 phần triệu tài sản của công ty. Cổ phiếu thường có các khoản thanh toán định kỳ (**cổ tức**) cho người nắm giữ và được coi là chứng khoán dài hạn vì chúng không có ngày đáo hạn. Ngoài ra, sở hữu cổ phiếu có nghĩa là bạn sở hữu một phần của công ty và do đó có quyền biểu quyết các vấn đề quan trọng đối với công ty và bầu giám đốc của công ty.

So với nợ, bất lợi chính của việc nắm giữ vốn chủ sở hữu của một công ty là việc quyền của người nắm giữ chỉ là quyền lợi còn lại; nghĩa là, công ty cổ phần phải thanh toán cho tất cả các chủ nợ trước khi trả cho các cổ đông. Lợi thế của việc nắm giữ cổ phiếu là các cổ đông được hưởng lợi trực tiếp từ bất kỳ sự gia tăng nào trong lợi nhuận hoặc giá trị tài sản của công ty vì vốn cổ phần trao cho cổ đông quyền sở hữu. Chủ nợ không được chia sẻ lợi ích này, vì các khoản thanh toán cho họ là cố định. Chúng ta sẽ xem xét ưu và nhược điểm của công cụ nợ so với vốn chủ sở hữu chi tiết hơn trong Chương 8, cung cấp phân tích kinh tế về cấu trúc tài chính.

Tổng giá trị cổ phiếu ở Hoa Kỳ dao động trong khoảng 3 - 40 nghìn tỷ đô la kể từ năm 1990, tùy thuộc vào giá cổ phiếu. Mặc dù trong tất cả các loại thị trường tài chính, một người bình thường quen thuộc nhất với thị trường cổ phiếu, nhưng quy mô của thị trường nợ thường lớn hơn đáng kể so với quy mô của thị trường cổ phiếu: Vào cuối năm 2016, giá trị của các công cụ nợ là 44 nghìn tỷ đô la , trong khi giá trị cổ phiếu là 39 nghìn tỷ Đô la.

Thị trường sơ cấp và thứ cấp

Thị trường sơ cấp là thị trường tài chính để phát hành mới các chứng khoán, chẳng hạn như trái phiếu hoặc cổ phiếu, được các công ty hoặc cơ quan chính phủ vay quỹ bán cho người mua ban đầu. **Thị trường thứ cấp** là thị trường tài chính tại đó các chứng khoán đã được phát hành trước đó có thể được bán lại.

Thị trường chứng khoán sơ cấp không được công chúng biết đến nhiều vì việc bán chứng khoán cho người mua ban đầu thường diễn ra trong phạm vi hẹp. Định chế tài chính

quan trọng hỗ trợ việc bán chứng khoán lần đầu trên thị trường sơ cấp là **ngân hàng đầu tư**. Ngân hàng đầu tư thực hiện điều này bằng cách **bảo lãnh phát hành** chứng khoán: Họ bảo lãnh giá chứng khoán của một công ty và sau đó bán chứng khoán đó ra công chúng.

Sở giao dịch chứng khoán New York và NASDAQ (National Association of Securities Dealers Automated Quotation System), giao dịch các cổ phiếu đã được phát hành, là những ví dụ nổi tiếng nhất về thị trường thứ cấp, mặc dù thị trường trái phiếu, mua bán trái phiếu đã được phát hành của các công ty cổ phần và chính phủ Hoa Kỳ, mới là thị trường có khối lượng giao dịch lớn hơn. Thị trường ngoại hối, thị trường tương lai và thị trường quyền chọn là những ví dụ khác về thị trường thứ cấp. Các nhà môi giới và thương nhân chứng khoán đóng vai trò quan trọng để thị trường thứ cấp hoạt động tốt. **Người môi giới** là đại lý của các nhà đầu tư, thực hiện việc khớp người mua với người bán chứng khoán; **thương nhân chứng khoán** liên kết người mua và người bán bằng cách mua và bán chứng khoán theo giá đã niêm yết.

Khi một cá nhân mua một chứng khoán trên thị trường thứ cấp, người bán chứng khoán đó sẽ nhận được tiền để trao đổi với chứng khoán, nhưng công ty phát hành chứng khoán không nhận được thêm quỹ nữa. Một công ty chỉ nhận được các quỹ mới khi chứng khoán của nó được bán lần đầu tiên trên thị trường sơ cấp. Tuy nhiên, thị trường thứ cấp có hai chức năng quan trọng. Thứ nhất, chúng làm cho việc bán các công cụ tài chính để huy động tiền mặt dễ dàng và nhanh chóng hơn; nghĩa là, chúng làm cho các công cụ tài chính trở nên **thanh khoản** hơn. Khi đó, tính thanh khoản tăng lên của các công cụ này làm cho chúng trở nên hấp dẫn hơn và do đó công ty dễ dàng phát hành trên thị trường sơ cấp hơn. Thứ hai, thị trường thứ cấp xác định giá của chứng khoán mà công ty phát hành bán trên thị trường sơ cấp. Mức giá mà các nhà đầu tư trên thị trường sơ cấp trả cho công ty phát hành chứng khoán sẽ không lớn hơn mức mà họ cho rằng thị trường thứ cấp sẽ ấn định cho chứng khoán này. Giá của chứng khoán trên thị trường thứ cấp càng cao thì giá mà công ty phát hành sẽ nhận được cho một chứng khoán mới trên thị trường sơ cấp càng cao và do đó lượng vốn tài chính mà nó có thể huy động càng lớn. Do đó, đối với các công ty phát hành chứng khoán, thị trường thứ cấp là kênh tham khảo phù hợp nhất. Vì lý do này, những quyển sách giáo khoa như cuốn bạn đang cầm, khi đề cập đến thị trường tài chính thường tập trung vào thị trường thứ cấp hơn so với thị trường sơ cấp.

Sở giao dịch và Thị trường OTC

Thị trường thứ cấp có thể được tổ chức theo hai cách. Một phương pháp là thông qua **sở giao dịch**, nơi người mua và người bán chứng khoán (hoặc đại lý hoặc người môi giới của họ) gặp nhau ở một địa điểm trung tâm để thực hiện giao dịch. Sở giao dịch chứng khoán New York đối với cổ phiếu và Sàn giao dịch Chicago đối với hàng hóa (lúa mì, ngô, bạc và các nguyên liệu thô khác) là những ví dụ về những sở giao dịch có tổ chức.

Kênh giao dịch khác cho thị trường thứ cấp là **thị trường phi tập trung (OTC)**, trong đó các thương nhân chứng khoán tại các địa điểm khác nhau đang nắm giữ chứng khoán sẵn sàng mua và bán chứng khoán "qua quầy" cho bất kỳ ai đến với họ và sẵn sàng chấp nhận giá của họ. Bởi vì các thương nhân chứng khoán tiếp xúc qua máy tính và biết được giá cả do nhau ấn định, thị trường OTC rất cạnh tranh và không khác mấy so với thị trường với sở giao dịch có tổ chức.

Nhiều cổ phiếu phổ thông được giao dịch OTC, mặc dù phần lớn cổ phiếu của các công ty lớn nhất đều được giao dịch tại các sở giao dịch chứng khoán có tổ chức. Ngược lại, thị trường trái phiếu chính phủ Hoa Kỳ, với khối lượng giao dịch lớn hơn Thị trường Chứng khoán New York, được thiết lập dưới dạng thị trường OTC. Khoảng 40 thương nhân chứng khoán thiết lập một "thị trường" cho các chứng khoán này bằng cách sẵn sàng mua và bán trái phiếu chính phủ Hoa Kỳ. Các thị trường OTC khác bao gồm những thị trường giao dịch các loại công cụ tài chính khác, chẳng hạn như chứng chỉ tiền gửi có thể chuyển nhượng, quỹ liên bang và ngoại hối.

Thị trường tiền tệ và thị trường vốn

Một cách khác để phân biệt giữa các thị trường là dựa trên thời gian đáo hạn của chứng khoán được giao dịch trên mỗi thị trường. **Thị trường tiền tệ** là thị trường tài chính chỉ mua bán các công cụ nợ ngắn hạn (thường là các công cụ nợ có thời hạn gốc dưới một năm). **Thị trường vốn** là thị trường mua bán các công cụ nợ dài hạn hơn (thường là các công cụ nợ có kỳ hạn gốc từ một năm trở lên) và các công cụ vốn chủ sở hữu. Chứng khoán thị trường tiền tệ thường được giao dịch rộng rãi hơn chứng khoán dài hạn và do đó thường thanh khoản hơn. Ngoài ra, như chúng ta sẽ thấy trong Chương 4, chứng khoán ngắn hạn có biến động về giá nhỏ hơn chứng khoán dài hạn, khiến cho chúng là khoản đầu tư an toàn hơn. Do đó, các công ty và ngân hàng chủ động sử dụng thị trường tiền tệ để kiếm lãi từ các quỹ thặng dư mà họ tạm thời có. Chứng khoán thị trường vốn, chẳng hạn như cổ phiếu và trái phiếu dài hạn, thường được nắm giữ bởi các trung gian tài chính như các công ty bảo hiểm và quỹ hưu trí, các trung gian này khá chắc chắn về lượng quỹ họ sẽ có trong tương lai.

CÁC CÔNG CỤ CỦA THỊ TRƯỜNG TÀI CHÍNH

Để hoàn thiện hiểu biết của chúng ta về vai trò quan trọng của các thị trường tài chính trong việc chuyển tiền từ những người cho vay-tiết kiệm đến những người chi tiêu-cho vay, chúng ta cần tìm hiểu về các chứng khoán (công cụ) được giao dịch trên thị trường tài chính. Đầu tiên chúng ta tập trung vào các công cụ được giao dịch trên thị trường tiền tệ và sau đó chuyển sang các công cụ được giao dịch trên thị trường vốn.

Các công cụ thị trường tiền tệ

Do thời gian đáo hạn ngắn nên giá các công cụ nợ được giao dịch trên thị trường tiền tệ ít biến động nhất và do đó là các khoản đầu tư ít rủi ro nhất. Thị trường tiền tệ đã trải qua những thay đổi lớn trong ba thập niên qua, với một số công cụ tài chính có tốc độ tăng trưởng khối lượng nhanh hơn nhiều so với những công cụ khác.

Các công cụ chính của thị trường tiền tệ được liệt kê trong Bảng 1, cùng với khối lượng vào cuối các năm 1990, 2000, 2010 và 2016. Hộp Theo dòng Tin Tài chính thảo luận về những lãi suất thị trường tiền tệ được báo chí đưa tin thường xuyên nhất.

BẢNG 1 Các công cụ thị trường tiền tệ chủ yếu

	Khối lượng (tỷ đô la, cuối năm)			
Loại công cụ	**1990**	**2000**	**2010**	**2016**
Tín phiếu kho bạc Hoa Kỳ	527	647	1,767	1,816
Chứng chỉ tiền gửi ngân hàng có thể chuyển nhượng (mệnh giá lớn)	547	1,053	1,923	1,727
Thương phiếu	558	1,602	1,058	885
Các quỹ liên bang và các thỏa thuận mua lại chứng khoáns	372	1,197	3,598	3,778

Nguồn: Tài khoản Dòng tiền của Cục Dự trữ Liên bang; http://www.federalreserve.gov

Theo dòng tin tài chính Các lãi suất thị trường tiền tệ

Bốn loại lãi suất thị trường tiền tệ được thảo luận thường xuyên nhất trên các phương tiện truyền thông là:

Lãi suất cơ bản: Là lãi suất nền của các khoản vay ngân hàng của doanh nghiệp, là chỉ số phản ánh chi phí vay ngân hàng của các doanh nghiệp

Lãi suất quỹ liên bang: Lãi suất của các khoản vay qua đêm trên thị trường quỹ liên bang, là một chỉ số có độ nhạy cảm cao phản ánh chi phí cho việc các ngân hàng vay quỹ từ các ngân hàng khác và lập trường của chính sách tiền tệ

Lãi suất tín phiếu kho bạc: Lãi suất của tín phiếu kho bạc Hoa Kỳ, một chỉ báo về biến động chung của lãi suất

Lãi suất Libor: Lãi suất liên ngân hàng trung bình của Hiệp hội ngân hàng Anh đối với tiền gửi bằng đô la trên thị trường London

Dữ liệu về các mức lãi suất này được cung cấp hàng ngày trên báo chí và trên các trang Internet như http://www.bankrate.com.

Tín phiếu Kho bạc Hoa Kỳ Công cụ nợ ngắn hạn này của chính phủ Hoa Kỳ được phát hành theo các kỳ hạn một, ba và sáu tháng để tài trợ cho chính phủ liên bang. Chúng trả một số tiền đã định khi đáo hạn và không trả tiền lãi, nhưng tiền lãi thực tế đã được trả bằng cách bán ra với giá chiết khấu— nghĩa là, với giá thấp hơn số tiền cố định khi đáo hạn. Ví dụ: vào tháng 5 năm 2019, bạn mua tín phiếu kho bạc sáu tháng với giá 9.000 đô la và có thể được hoàn trả số tiền 10.000 đô la vào tháng 11 năm 2019.

Tín phiếu kho bạc Hoa Kỳ có tính thanh khoản cao nhất trong tất cả các công cụ thị trường tiền tệ vì chúng được giao dịch nhiều nhất. Chúng cũng là công cụ thị trường tiền tệ an toàn nhất vì khả năng **vỡ nợ** thấp, là tình huống bên phát hành công cụ nợ (trong trường hợp này là chính phủ liên bang) không thể thanh toán lãi suất hoặc trả hết số tiền nợ khi công cụ này đáo hạn. Chính phủ liên bang luôn có thể đáp ứng các nghĩa vụ nợ của mình vì họ có thể tăng thuế hoặc phát hành **tiền giấy** (tiền bằng giấy hoặc tiền kim loại) để trả nợ. Tín phiếu kho bạc được nắm giữ chủ yếu bởi các ngân hàng, mặc dù một lượng nhỏ được nắm giữ bởi các hộ gia đình, công ty và các trung gian tài chính khác.

Chứng chỉ tiền gửi Ngân hàng có thể chuyển nhượng *Chứng chỉ tiền gửi* (CD - Certificate of Deposit) là một công cụ nợ được ngân hàng bán cho người gửi tiền, trả số tiền lãi hàng năm cố định và khi đáo hạn sẽ trả lại giá mua ban đầu. CD có thể chuyển nhượng được bán ở các thị trường thứ cấp, với số lượng trong năm 2016 là 1,7 nghìn tỷ đô la. CD có thể chuyển nhượng là một nguồn quỹ cực kỳ quan trọng đến từ các công ty, quỹ tương hỗ thị trường tiền tệ, các tổ chức từ thiện và các cơ quan chính phủ của các ngân hàng thương mại.

Thương phiếu *Thương phiếu* là một công cụ nợ ngắn hạn được phát hành bởi các ngân hàng lớn và các công ty nổi tiếng, chẳng hạn như Microsoft và General Motors, và giá trị lưu hành trên thị trường là khoảng 1 nghìn tỷ đô la.

Thỏa thuận mua lại *Thỏa thuận mua lại (repo)** thực tế là các khoản cho vay ngắn hạn (thường có thời hạn thanh toán dưới hai tuần) dùng tín phiếu Kho bạc làm tài sản thế chấp, là một tài sản mà người cho vay được nhận nếu người đi vay không trả lại khoản vay. Các *repo* được thực hiện như sau: Một công ty lớn, chẳng hạn như Microsoft, có thể có một số tiền nhàn rỗi trong tài khoản ngân hàng của mình, chẳng hạn như 1 triệu đô la,

*Trên bề mặt, repo tồn tại dưới dạng hợp đồng mua bán, nhưng thực sự thì bản chất của repo lại là vay nợ có đảm bảo.

mà công ty này muốn cho vay trong một tuần. Microsoft sử dụng khoản tiền 1 triệu đô la dư thừa này để mua tín phiếu Kho bạc từ một ngân hàng, ngân hàng đồng ý mua lại chúng vào tuần tới với giá cao hơn giá mua của Microsoft một chút. Hiệu quả thực của thỏa thuận này là Microsoft cho ngân hàng vay 1 triệu đô la và giữ 1 triệu đô la tín phiếu Kho bạc của ngân hàng cho đến khi ngân hàng mua lại các tín phiếu để trả khoản vay. Các thỏa thuận mua lại hiện là một nguồn quỹ quan trọng của ngân hàng (hơn 100 tỷ đô la). Người cho vay quan trọng nhất trên thị trường này là các công ty lớn.

Quỹ Liên bang Công cụ này thường là các khoản vay qua đêm đối với tiền gửi tại Cục Dự trữ Liên bang giữa các ngân hàng. Việc dùng tên *quỹ liên bang* hơi khó hiểu vì những khoản vay này không phải do chính phủ liên bang hoặc Cục Dự trữ Liên bang thực hiện mà là giữa các ngân hàng với nhau. Lý do khiến một ngân hàng vay trên thị trường quỹ liên bang là khi ngân hàng này không có đủ quỹ trong tài khoản tiền gửi của mình tại Fed theo yêu cầu. Khi đó, ngân hàng này có thể vay quỹ từ một ngân hàng khác, quỹ sẽ được chuyển đến ngân hàng đi vay bằng hệ thống chuyển khoản ngân hàng của Fed. Thị trường này rất nhạy cảm với nhu cầu tín dụng của các ngân hàng, vì vậy lãi suất của các khoản vay này, được gọi là **lãi suất quỹ liên bang**, là một thước đo phản ánh tình trạng của thị trường tín dụng trong hệ thống ngân hàng và lập trường của chính sách tiền tệ, và được theo dõi rất chặt chẽ. Khi lãi suất quỹ liên bang cao cho thấy rằng các ngân hàng đang bị thiếu quỹ; khi nó thấp chứng tỏ nhu cầu tín dụng của ngân hàng thấp.

Các công cụ thị trường vốn

Công cụ thị trường vốn là những công cụ nợ và công cụ vốn chủ sở hữu có kỳ hạn thanh toán trên một năm. Chúng có biến động giá mạnh hơn nhiều so với các công cụ thị trường tiền tệ và được coi là khoản đầu tư khá rủi ro. Các công cụ chính của thị trường vốn được liệt kê trong Bảng 2, cho thấy số tiền vào cuối các năm 1990, 2000, 2010, và 2016. Hộp

BẢNG 2 **Các công cụ thị trường vốn chủ yếu**

	Khối lượng (tỷ đô la, cuối năm)			
Loại công cụ	**1990**	**2000**	**2010**	**2016**
Cổ phiếu doanh nghiệp (giá trị thị trường)	3,530	17,628	23,567	38,685
Vay thế chấp nhà ở	2,676	5,205	10,446	10,283
Trái phiếu doanh nghiệp	1,703	4,991	10,337	12,008
Chứng khoán của chính phủ Hoa Kỳ (khả mại dài hạn)	2,340	3,171	7,405	12,064
Chứng khoán cơ quan chính phủ Hoa Kỳ	1,446	4,345	7,598	8,531
Trái phiếu chính quyền địa phương và bang	957	1,139	2,961	3,030
Cho vay thương mại của ngân hàng	818	1,497	2,001	3,360
Cho vay tiêu dùng	811	1,728	2,647	3,765
Vay thế chấp thương mại và trang trại	838	1,276	2,450	2,850

Nguồn: Tài khoản Dòng tiền của Cục Dự trữ Liên bang; http://www.federalreserve.gov

Theo dòng tin tài chính — Các lãi suất thị trường vốn

Năm loại lãi suất của các công cụ thị trường vốn được thảo luận thường xuyên nhất trên các phương tiện truyền thông là:

Lãi suất vay thế chấp 30 năm: Lãi suất của khoản thế chấp nhà ở có lãi suất cố định trong 30 năm có số tiền ít hơn đô la 424,100 (636,250 đô la ở các khu vực chi phí cao) và được đảm bảo bởi Cục Quản lý Nhà ở Liên bang (FHA - Federal Housing Administration).

Lãi suất vay thế chấp Jumbo: Lãi suất của khoản vay thế chấp nhà ở có lãi suất cố định trong 30 năm dành cho khách hàng chính vượt quá 424.100 đô la (636.150 đô la ở các khu vực chi phí cao).

Lãi suất vay thế chấp có thể điều chỉnh trong 5 năm (ARM - adjustable rate mortgage): Lãi suất trong 5 năm đầu tiên đối với vay thế chấp nhà ở, sẽ điều chỉnh sau 5 năm đối với khách hàng chính.

Lãi suất cho vay mua ô tô mới: Lãi suất của khoản vay mua ô tô mới có lãi suất cố định trong bốn năm.

Lãi suất kho bạc 10 năm: Lãi suất trái phiếu kho bạc Hoa Kỳ đáo hạn trong 10 năm.

Dữ liệu về các mức lãi suất này được cung cấp hàng ngày trên báo chí và trên các trang Internet như http://www.bankrate.com và http://www.finance.yahoo.com.

Theo dòng tin Tài chính thảo luận về các lãi suất thị trường vốn được đưa tin thường xuyên nhất trên các phương tiện truyền thông.

Cổ phiếu *Cổ phiếu* là quyền sở hữu đối với thu nhập ròng và tài sản của một công ty. Vào cuối năm 2016 giá trị 39 nghìn tỷ đô la của chúng lớn hơn bất kỳ loại chứng khoán nào khác trên thị trường vốn. Tuy nhiên, số lượng phát hành cổ phiếu mới trong một năm bất kỳ thường khá nhỏ, dưới 1% tổng giá trị cổ phiếu đang lưu hành. Các cá nhân nắm giữ khoảng một nửa giá trị cổ phiếu; phần còn lại do các quỹ hưu trí, quỹ tương hỗ và các công ty bảo hiểm nắm giữ.

Vay thế chấp và chứng khoán đảm bảo bằng vay thế chấp ***Vay thế chấp*** là các khoản vay cho các hộ gia đình hoặc công ty để mua đất, nhà ở hoặc các công trình kiến trúc thực khác, trong đó chính công trình kiến trúc hoặc đất đai đó sẽ được dùng làm tài sản thế chấp cho các khoản vay. Thị trường vay thế chấp là thị trường nợ lớn thứ ba ở Hoa Kỳ, với tổng giá trị các khoản vay thế chấp nhà ở (được sử dụng để mua nhà ở) đang lưu hành gần gấp bốn lần số vay thế chấp thương mại và nông trại. Vay thế chấp được cung cấp bởi các định chế tài chính như hiệp hội tiết kiệm và cho vay, ngân hàng tiết kiệm tương hỗ, ngân hàng thương mại và công ty bảo hiểm. Tuy nhiên, trong những năm gần đây, một lượng quỹ ngày càng tăng tài trợ cho các khoản vay thế chấp đến từ **các chứng khoán đảm bảo bằng vay thế chấp**, là công cụ nợ giống như trái phiếu được đảm bảo bởi một loạt các khoản vay thế chấp riêng lẻ, với các khoản thanh toán lãi và gốc được trả chung cho người nắm giữ chứng khoán. Như chúng ta sẽ thấy trong Chương 12, chứng khoán được bảo đảm bằng thế chấp và các biến thể phức tạp hơn (CDO) đã trở nên nổi tiếng với vai trò then chốt trong cuộc khủng hoảng tài chính toàn cầu gần đây. Chính phủ liên bang đóng một vai trò tích cực trong thị trường vay thế chấp thông qua ba cơ quan chính phủ — Hiệp hội Vay Thế chấp Quốc gia Liên bang (FNMA- Federal National Mortgage Association, "Fannie Mae"), Hiệp hội Vay Thế chấp Quốc gia Chính phủ (GNMA- Government National Mortgage Association, "Ginnie Mae") và Công ty Vay Thế chấp Mua nhà Liên bang - Federal Home Loan Mortgage Corporation (FHLMC, "Freddie Mac") - cung cấp quỹ cho thị trường vay thế chấp bằng cách bán trái phiếu và sử dụng số tiền thu được để mua công cụ vay thế chấp.

Trái phiếu doanh nghiệp Những trái phiếu dài hạn này được phát hành bởi các công ty có xếp hạng tín nhiệm rất cao. Trái phiếu doanh nghiệp thông thường trả cho người sở hữu khoản thanh toán lãi hai lần một năm và thanh toán theo mệnh giá khi trái phiếu đáo hạn. Một số trái phiếu của các công ty cổ phần, được gọi là trái phiếu chuyển đổi, có thêm tính năng cho phép người sở hữu chuyển đổi chúng thành một số lượng cổ phiếu xác định bất kỳ lúc nào cho đến ngày đáo hạn. Đặc điểm này làm cho những trái phiếu chuyển đổi này trở nên hấp dẫn hơn trong mắt nhà đầu tư tiềm năng và nó cho phép người phát hành giảm tiền trả lãi vì trái phiếu có thể tăng giá trị nếu giá cổ phiếu tăng đủ mạnh. Bởi vì số lượng lưu hành của cả trái phiếu chuyển đổi và không chuyển đổi của một công ty bất kỳ là nhỏ, nên nhìn chung trái phiếu doanh nghiệp không có tính thanh khoản cao bằng các chứng khoán khác như trái phiếu chính phủ Hoa Kỳ.

Mặc dù quy mô của thị trường trái phiếu doanh nghiệp nhỏ hơn đáng kể so với thị trường cổ phiếu, với số lượng trái phiếu doanh nghiệp lưu hành nhỏ hơn một phần ba so với cổ phiếu, khối lượng trái phiếu doanh nghiệp mới phát hành hàng năm về cơ bản lớn hơn khối lượng phát hành cổ phiếu mới. Do đó, có lẽ đối với các quyết định tài chính của một công ty biến động của thị trường trái phiếu doanh nghiệp quan trọng hơn nhiều hơn so với thị trường cổ phiếu. Người mua chính của trái phiếu doanh nghiệp là các công ty bảo hiểm nhân thọ; ngoài ra quỹ hưu trí và các hộ gia đình cũng là những người nắm giữ lớn.

Chứng khoán của Chính phủ Hoa Kỳ Đây là các công cụ nợ dài hạn do Kho bạc Hoa Kỳ phát hành để tài trợ cho các khoản thâm hụt của chính phủ liên bang. Bởi vì chúng là trái phiếu được giao dịch rộng rãi nhất ở Hoa Kỳ (khối lượng giao dịch trung bình khoảng 500 tỷ đô la hàng ngày), chúng là loại chứng khoán có tính thanh khoản cao nhất được giao dịch trên thị trường vốn. Chúng được nắm giữ bởi Cục Dự trữ Liên bang, các ngân hàng, hộ gia đình và người nước ngoài.

Chứng khoán của Cơ quan Chính phủ Hoa Kỳ Những trái phiếu dài hạn này được phát hành bởi nhiều cơ quan chính phủ khác nhau như Ginnie Mae, Ngân hàng Tín dụng Nông nghiệp Liên bang và Cơ quan Thung lũng Tennessee để tài trợ cho các khoản như thế chấp, cho vay trang trại hoặc thiết bị phát năng lượng. Nhiều chứng khoán trong số này được bảo lãnh bởi chính phủ liên bang. Chúng hoạt động giống như trái phiếu chính phủ Hoa Kỳ và được nắm giữ bởi các bên tương tự

Trái phiếu chính quyền bang và địa phương Trái phiếu bang và địa phương, còn được gọi là trái phiếu địa phương, là công cụ nợ dài hạn do chính quyền bang và địa phương phát hành để tài trợ cho các khoản chi tiêu cho trường học, đường sá và các chương trình lớn khác. Một đặc điểm quan trọng của những trái phiếu này là tiền trả lãi của chúng được miễn thuế thu nhập liên bang và nhìn chung là thuế bang tại bang phát hành. Các ngân hàng thương mại, với thuế suất thu nhập cao, là những đối tượng mua nhiều chứng khoán này nhất, sở hữu hơn một nửa tổng giá trị lưu hành. Nhóm người nắm giữ lớn nhất tiếp theo bao gồm các cá nhân giàu có chịu thuế thu nhập cao, tiếp theo là các công ty bảo hiểm.

Các khoản cho vay tiêu dùng và cho vay thương mại của ngân hàng Các khoản cho vay này đối với người tiêu dùng và doanh nghiệp chủ yếu do các ngân hàng thực hiện nhưng trong trường hợp cho vay tiêu dùng, các công ty tài chính cũng có thể tham gia.

QUỐC TẾ HÓA THỊ TRƯỜNG TÀI CHÍNH

Sự gia tăng quốc tế hóa thị trường tài chính đã trở thành một xu hướng quan trọng. Trước những năm 1980, thị trường tài chính Hoa Kỳ lớn hơn nhiều so với các thị trường bên ngoài Hoa Kỳ, nhưng trong những năm gần đây, sự thống trị của các thị trường Hoa Kỳ đang suy yếu. (Xem hộp Toàn cầu "Các Thị trường Vốn Hoa Kỳ có đang đánh mất lợi

Toàn cầu Các thị trường vốn Hoa Kỳ có đang đánh mất lợi thế của mình?

Trong vài thập niên vừa qua, Hoa Kỳ đã đánh mất vị thế thống trị quốc tế trong một số ngành sản xuất, bao gồm ô tô và điện tử tiêu dùng, khi các quốc gia khác có sức mạnh cạnh tranh hơn trên thị trường toàn cầu. Các bằng chứng gần đây cho thấy thị trường tài chính hiện đang trải qua một xu hướng tương tự: Giống như Ford và General Motors đã mất thị phần toàn cầu vào tay Toyota và Honda, thị trường trái phiếu và cổ phiếu Hoa Kỳ gần đây cũng chứng kiến sự sụt giảm thị phần phát hành chứng khoán doanh nghiệp. Các sàn giao dịch chứng khoán London và Hồng Kông hiện đang xử lý lượng cổ phiếu phát hành cổ phiếu lần đầu ra công chúng (IPO) nhiều hơn so với Sở giao dịch chứng khoán New York, dù cho đến trước năm 2000 NewYork vẫn là sàn giao dịch thống trị về giá trị IPO. Hơn nữa, số cổ phiếu niêm yết trên các sàn giao dịch của Hoa Kỳ đã giảm, trong khi danh sách cổ phiếu niêm yết ở nước ngoài đang tăng nhanh chóng: Danh sách niêm yết bên ngoài Hoa Kỳ hiện nhiều hơn khoảng mười lần so với ở Hoa Kỳ. Tương tự như vậy, lượng trái phiếu doanh nghiệp mới phát hành toàn cầu, ban đầu được bán trên thị trường vốn Hoa Kỳ đã giảm xuống ít hơn lượng được bán trên các thị trường nợ châu Âu.

Tại sao các công ty phát hành chứng khoán mới để huy động vốn lại tiến hành hoạt động này ở các thị trường tài chính ở Châu Âu và Châu Á nhiều hơn? Nổi lên trong số các yếu tố góp phần vào xu hướng này là việc các thị trường tài chính nước ngoài áp dụng đổi mới công nghệ nhanh hơn, sự kiểm soát nhập cư chặt chẽ hơn ở Hoa Kỳ sau cuộc tấn công khủng bố năm 2001 và nhận thức rằng việc niêm yết trên các sàn giao dịch của Mỹ sẽ khiến các công ty phát hành chứng khoán nước ngoài gặp rủi ro kiện tụng lớn hơn.

Tuy nhiên, nhiều người coi quản lý tài chính hà khắc là nguyên nhân chính và đặc biệt nhấn mạnh Đạo luật Sarbanes-Oxley năm 2002. Quốc hội đã thông qua đạo luật này sau khi một số vụ bê bối kế toán liên quan đến các công ty Mỹ và các công ty kế toán đã kiểm toán chúng được đưa ra ánh sáng. Sarbanes-Oxley nhằm mục đích tăng cường tính toàn vẹn của quy trình kiểm toán và chất lượng thông tin được cung cấp trong báo cáo tài chính doanh nghiệp. Để các công ty có thể tuân thủ các quy tắc và thủ tục mới, chi phí sẽ là tốn kém, đặc biệt là đối với các công ty nhỏ, nhưng phần lớn có thể tránh được nếu các công ty chọn phát hành chứng khoán của họ bên ngoài Hoa Kỳ. Vì lý do này, có nhiều quan điểm ủng hộ việc sửa đổi Sarbanes-Oxley để giảm bớt những tác động được cho là có hại của nó và khiến nhà phát hành chứng khoán quay trở lại Hoa Kỳ. Tuy nhiên, các bằng chứng không thực sự ủng hộ quan điểm cho rằng Sarbanes-Oxley là nguyên nhân chính dẫn đến sự suy giảm tương đối của thị trường tài chính Hoa Kỳ và vì thế cần phải cải cách đạo luật này.

Thảo luận về sự suy giảm tương đối của thị trường tài chính Hoa Kỳ và tranh luận về các yếu tố gây ra có thể sẽ vẫn tiếp tục. Chương 8 mô tả chi tiết hơn về Đạo luật Sarbanes-Oxley và những ảnh hưởng của nó đối với hệ thống tài chính Hoa Kỳ.

thế của mình?") Sự tăng trưởng của thị trường tài chính nước ngoài là kết quả của cả sự gia tăng lớn nguồn tiết kiệm ở nước ngoài như Nhật Bản và việc nới lỏng quản lý của thị trường tài chính nước ngoài, điều này đã tạo điều kiện cho thị trường nước ngoài mở rộng hoạt động của họ. Các công ty và ngân hàng Mỹ bây giờ có thể gia tăng khai thác thị trường vốn quốc tế để huy động lượng quỹ cần thiết, và các nhà đầu tư Mỹ thường tìm kiếm cơ hội đầu tư ra nước ngoài. Tương tự, các công ty và ngân hàng nước ngoài huy động quỹ từ người Mỹ, và người nước ngoài đã trở thành những nhà đầu tư quan trọng tại Hoa Kỳ. Việc tìm hiểu thị trường trái phiếu quốc tế và thị trường cổ phiếu thế giới sẽ cho chúng ta một bức tranh cho thấy toàn cầu hóa thị trường tài chính đang diễn ra như thế nào.

Thị trường trái phiếu quốc tế, Eurobond và Eurocurrency

Các công cụ truyền thống trên thị trường trái phiếu quốc tế được gọi là **trái phiếu nước ngoài**. Trái phiếu nước ngoài được bán ở bên ngoài lãnh thổ một quốc gia và định giá bằng đồng tiền của quốc gia nước ngoài đó. Ví dụ: nếu nhà sản xuất ô tô Đức Porsche bán

một trái phiếu ở Hoa Kỳ có mệnh giá bằng đô la Mỹ, nó được phân loại là trái phiếu nước ngoài. Trái phiếu nước ngoài đã là một công cụ quan trọng trên thị trường vốn quốc tế trong nhiều thế kỷ. Trên thực tế, phần lớn các tuyến đường sắt của Hoa Kỳ được xây dựng trong thế kỷ 19 được tài trợ bởi việc bán trái phiếu nước ngoài ở Anh.

Một đổi mới gần đây trên thị trường trái phiếu quốc tế là **Eurobond**, trái phiếu được định giá bằng đồng tiền khác với đồng tiền của quốc gia mà nó được bán — ví dụ: trái phiếu định giá bằng đô la Mỹ được bán ở Luân Đôn. Hiện tại, hơn 80% số phát hành mới trên thị trường trái phiếu quốc tế là Eurobond, và thị trường này đã phát triển rất nhanh chóng. Kết quả là thị trường Eurobond hiện có kích cỡ lớn hơn thị trường trái phiếu doanh nghiệp Hoa Kỳ.

Một biến thể của Eurobond là **Eurocurrency**, là ngoại tệ được gửi tại các ngân hàng bên ngoài quốc gia sở tại. Đồng Eurocurrency quan trọng nhất là **Eurodollar**, là đô la Mỹ được gửi tại các ngân hàng nước ngoài ở ngoài Hoa Kỳ hoặc tại các chi nhánh nước ngoài của các ngân hàng Hoa Kỳ. Bởi vì những khoản tiền gửi ngắn hạn này được trả lãi suất, chúng có vai trò tương tự như Eurobond ngắn hạn. Các ngân hàng Mỹ vay tiền gửi bằng Eurodollar từ các ngân hàng khác hoặc từ các chi nhánh nước ngoài của chính họ và Eurodollar hiện là một nguồn tiền quan trọng cho các ngân hàng Mỹ.

Lưu ý rằng đồng tiền giấy, đồng euro, có thể tạo ra một số nhầm lẫn về các thuật ngữ *Eurobond, Eurocurrency* và *Eurodollar*. Trái phiếu định giá bằng euro chỉ được gọi là Eurobond *nếu nó được bán bên ngoài các quốc gia áp dụng đồng euro*. Trên thực tế, hầu hết các Eurobond không được định giá bằng euro mà thay vào đó là đô la Mỹ. Tương tự, Eurodollar không liên quan gì đến đồng euro, mà là đô la Mỹ được gửi vào các ngân hàng bên ngoài Hoa Kỳ.

Thị trường chứng khoán thế giới

Cho đến gần đây, thị trường chứng khoán Hoa Kỳ vẫn là thị trường lớn nhất thế giới, nhưng thị trường chứng khoán nước ngoài ngày càng có tầm quan trọng lớn hơn, và Hoa Kỳ không phải lúc nào cũng là số một. Sự quan tâm đến cổ phiếu nước ngoài ngày càng tăng đã thúc đẩy sự phát triển của các quỹ tương hỗ chuyên kinh doanh trên thị trường chứng khoán nước ngoài tại Hoa Kỳ. Như ta sẽ thấy trong hộp Theo Dòng tin Tài chính, các nhà đầu tư Mỹ giờ đây không chỉ chú ý đến Chỉ số Công nghiệp Dow Jones mà còn chú ý đến chỉ số giá cổ phiếu của các thị trường chứng khoán nước ngoài, chẳng hạn như Chỉ số Trung bình Nikkei 300 (Tokyo) và Chỉ số FTSE 100 (London).

Quá trình quốc tế hóa thị trường tài chính đang có những ảnh hưởng sâu sắc đến Hoa Kỳ. Người nước ngoài, đặc biệt là các nhà đầu tư Nhật Bản, không chỉ cung cấp quỹ cho các công ty ở Hoa Kỳ mà còn giúp tài trợ cho chính phủ liên bang. Nếu không có các quỹ nước ngoài này, nền kinh tế Hoa Kỳ sẽ tăng trưởng chậm đi nhiều trong 20 năm qua. Quốc tế hóa thị trường tài chính cũng đang dẫn đến một nền kinh tế thế giới hội nhập hơn, trong đó các luồng hàng hóa và công nghệ giữa các quốc gia trở nên phổ biến hơn. Trong các chương sau, ta sẽ gặp nhiều ví dụ về vai trò quan trọng của các yếu tố quốc tế trong nền kinh tế.

CHỨC NĂNG CỦA CÁC TRUNG GIAN TÀI CHÍNH: TÀI TRỢ GIÁN TIẾP

Như thể hiện trong Hình 1 (trang 23), quỹ có thể chuyển từ người cho vay sang người đi vay bằng con đường thứ hai, được gọi là *tài trợ gián tiếp* vì có một trung gian tài chính đứng giữa người cho vay–người tiết kiệm và người đi vay–người chi tiêu giúp chuyển quỹ từ bên này đến bên kia. Trung gian tài chính thực hiện điều này bằng cách vay quỹ từ

Theo dòng tin tài chính Các chỉ số thị trường chứng khoán nước ngoài

Các chỉ số thị trường chứng khoán nước ngoài được công bố hàng ngày trên báo chí và trên các trang Internet như finance.yahoo.com.

Các chỉ số thị trường chứng khoán quan trọng nhất là:

Dow Jones Industrial Average (DJIA): Chỉ số của 30 công ty giao dịch công khai lớn nhất ở Hoa Kỳ, được duy trì bởi Dow Jones Corporation

S&P 500: Chỉ số của 500 công ty lớn nhất được giao dịch tại Hoa Kỳ, được duy trì bởi Standard & Poor's

NASDAQ Composite: Chỉ số cho tất cả các cổ phiếu giao dịch trên thị trường chứng khoán NASDAQ, nơi hầu hết các cổ phiếu công nghệ ở Hoa Kỳ được giao dịch

FTSE 100: Chỉ số của 100 công ty có vốn hóa cao nhất của Vương quốc Anh được niêm yết trên Sở giao dịch chứng khoán London

DAX: Chỉ số của 30 công ty lớn nhất của Đức giao dịch trên Sở giao dịch chứng khoán Frankfurt

CAC 40: Chỉ số của 40 công ty lớn nhất của Pháp giao dịch trên Euronext Paris

Hang Seng: Chỉ số của các công ty lớn nhất giao dịch trên thị trường chứng khoán Hồng Kông

Strait Times: Chỉ số của 30 công ty lớn nhất giao dịch trên Sàn giao dịch Singapore

Các chỉ số này được công bố hàng ngày trên các tờ báo và trên các trang Internet như http://www.finance.yahoo.com.

những người cho vay – người tiết kiệm và sau đó sử dụng quỹ này để cho vay những người chi tiêu – người đi vay. Ví dụ, một ngân hàng có thể thu được quỹ bằng cách phát hành một khoản nợ phải trả cho công chúng dưới dạng tiền gửi tiết kiệm (với công chúng thì là tài sản). Sau đó, ngân hàng này có thể sử dụng quỹ này để mua một tài sản bằng cách cho General Motors vay hoặc bằng cách mua trái phiếu kho bạc Hoa Kỳ trên thị trường tài chính. Kết quả cuối cùng là quỹ được chuyển từ công chúng (người cho vay - người tiết kiệm) sang General Motors hoặc Kho bạc Hoa Kỳ (người đi vay - người chi tiêu) với sự trợ giúp của trung gian tài chính (ngân hàng).

Quá trình tài trợ gián tiếp thông qua các trung gian tài chính, được gọi là **quá trình tài chính trung gian**, là con đường chính để chuyển quỹ từ người cho vay sang người đi vay. Mặc dù các phương tiện truyền thông tập trung chú ý vào thị trường chứng khoán, đặc biệt là thị trường cổ phiếu, thì đối với các công ty, các trung gian tài chính là nguồn tài trợ quan trọng hơn nhiều so với thị trường chứng khoán. Điều này không chỉ đúng với Hoa Kỳ mà còn đúng với các nước công nghiệp phát triển khác (xem hộp Toàn cầu). Tại sao các trung gian tài chính và tài trợ gián tiếp lại quan trọng như vậy? Để trả lời câu hỏi này, chúng ta cần hiểu vai trò của chi phí giao dịch, chia sẻ rủi ro và chi phí thông tin trong thị trường tài chính.

Chi phí giao dịch

Chi phí giao dịch, là thời gian và tiền bạc để thực hiện các giao dịch tài chính, là một vấn đề lớn đối với những người có dư quỹ để cho vay. Như chúng ta đã thấy, Carl_Thợ mộc cần 1.000 đô la cho dụng cụ mới của mình và đó là một cơ hội đầu tư tuyệt vời. Bạn có tiền mặt và muốn cho cậu ấy vay tiền, nhưng để bảo vệ khoản đầu tư của mình, bạn phải thuê một luật sư để viết hợp đồng cho vay trong đó nêu rõ Carl sẽ trả cho bạn bao nhiêu tiền lãi, khi nào cậu ta sẽ trả những khoản lãi này, và khi nào cậu ta sẽ trả lại bạn 1.000 đô la. Bạn sẽ mất 500 đô la cho khoản này. Khi bạn tính toán chi phí giao dịch này để thực hiện

Toàn cầu Tầm quan trọng của các trung gian tài chính so với thị trường chứng khoán: So sánh quốc tế

Cách thức tài trợ cho các công ty khác nhau giữa các quốc gia, nhưng có một điểm chính: Các nghiên cứu về các quốc gia phát triển lớn, bao gồm Hoa Kỳ, Canada, Vương quốc Anh, Nhật Bản, Ý, Đức và Pháp, cho thấy rằng khi các doanh nghiệp tìm kiếm nguồn quỹ để tài trợ cho các hoạt động của mình, họ thường huy động gián tiếp thông qua các trung gian tài chính chứ không phải trực tiếp từ thị trường chứng khoán.* Ngay cả ở Hoa Kỳ và Canada, những quốc gia có thị trường chứng khoán phát triển nhất trên thế giới, đối với doanh nghiệp các khoản vay từ các trung gian tài chính quan trọng hơn nhiều so với thị trường chứng khoán. Các nước ít sử dụng thị trường chứng khoán nhất là Đức và Nhật Bản; ở hai quốc gia này, nguồn vốn từ các trung gian tài chính lớn hơn gần 10 lần so với nguồn vốn từ thị trường chứng khoán. Tuy nhiên, sau khi thị trường chứng khoán Nhật Bản nới lỏng quản lý trong những năm gần đây, tỷ lệ tài trợ doanh nghiệp của các trung gian tài chính đã giảm xuống so với thị trường chứng khoán.

Mặc dù sự thống trị của các trung gian tài chính so với thị trường chứng khoán là rõ ràng ở tất cả các quốc gia, nhưng tầm quan trọng tương đối của thị trường trái phiếu so với thị trường cổ phiếu có sự khác biệt lớn giữa các quốc gia. Tại Hoa Kỳ, với tư cách là một nguồn tài trợ cho doanh nghiệp, thị trường trái phiếu quan trọng hơn nhiều: Trung bình, số tiền huy động mới bằng trái phiếu gấp mười lần số tiền huy động được bằng cổ phiếu. Ngược lại, các quốc gia như Pháp và Ý sử dụng thị trường cổ phiếu nhiều hơn thị trường trái phiếu để huy động vốn.

*Đọc Colin Mayer, "Financial Systems, Corporate Finance, and Economic Development," in Asymmetric Information, Corporate Finance, and Investment, ed. R. Glenn Hubbard (Chicago: University of Chicago Press, 1990), pp. 307–332.

khoản vay, bạn sẽ nhận ra rằng thu chẳng đủ để bù chi (bạn chi 500 đô la chỉ để kiếm được khoảng 100 đô la) và đành phải bảo Carl rằng hãy tìm tài trợ từ nơi khác đi vậy.

Ví dụ này minh họa rằng những người tiết kiệm nhỏ như bạn hoặc những người đi vay tiềm năng như Carl có thể phải đứng ngoài thị trường tài chính và do đó không thể hưởng lợi từ các thị trường này. Vậy giải pháp ở đây là gì? Đáp án là các trung gian tài chính.

Các trung gian tài chính về cơ bản có thể giảm đáng kể chi phí giao dịch bởi vì họ đã phát triển chuyên môn để hạ thấp chi phí giao dịch và vì quy mô lớn cho phép họ tận dụng **lợi thế kinh tế theo quy mô**, giảm chi phí trên một đô la giao dịch khi kích cỡ (quy mô) giao dịch tăng lên. Ví dụ, một ngân hàng biết cách tìm một luật sư giỏi để lập một hợp đồng cho vay chặt chẽ và hợp đồng này có thể được sử dụng nhiều lần trong các giao dịch cho vay của mình, do đó giảm chi phí pháp lý cho mỗi giao dịch. Thay vì một hợp đồng cho vay (có thể không thực sự chuẩn) giá 500 đô la, một ngân hàng có thể thuê một luật sư hàng đầu với giá 5.000 đô la để lập một hợp đồng cho vay chuẩn mực có thể được sử dụng cho 2.000 khoản vay với chi phí 2,50 đô la cho mỗi khoản. Với chi phí 2,50 đô la cho mỗi khoản vay, giờ đây trung gian tài chính cho Carl vay 1.000 đô la sẽ có lãi.

Bởi vì các trung gian tài chính có thể giảm đáng kể chi phí giao dịch, họ giúp bạn có thể cung cấp quỹ gián tiếp cho những người có các cơ hội đầu tư hiệu quả như Carl. Ngoài ra, chi phí giao dịch thấp của một trung gian tài chính có nghĩa là nó có thể cung cấp cho khách hàng các **dịch vụ thanh khoản**, là các dịch vụ giúp khách hàng thực hiện giao dịch dễ dàng hơn. Ví dụ, các ngân hàng cung cấp cho người gửi tiền các tài khoản séc để họ có thể thanh toán hóa đơn dễ dàng. Ngoài ra, người gửi tiền có thể thu lãi trên tài khoản séc và tài khoản tiết kiệm nhưng vẫn chuyển đổi chúng thành hàng hóa và dịch vụ bất cứ khi nào cần thiết.

Chia sẻ rủi ro

Một lợi ích khác có được nhờ chi phí giao dịch thấp của các định chế tài chính là các định chế này có thể giúp giảm mức độ tiếp xúc **rủi ro** của các nhà đầu tư — nghĩa là, sự bất trắc về lợi nhuận mà nhà đầu tư sẽ kiếm được từ tài sản. Các trung gian tài chính thực hiện điều này thông qua quy trình được gọi là **chia sẻ rủi ro**: Họ tạo ra và bán các tài sản có các đặc điểm rủi ro mà mọi người dễ dàng chấp nhận, và sau đó các trung gian sử dụng số tiền họ có được bằng cách bán các tài sản này để mua các tài sản khác có thể có nhiều rủi ro hơn. Chi phí giao dịch thấp cho phép các trung gian tài chính chia sẻ rủi ro với chi phí thấp, cho phép họ kiếm được lợi nhuận trên chênh lệch giữa lợi suất kiếm được từ các tài sản rủi ro và khoản thanh toán họ phải trả cho các tài sản đã bán. Quá trình chia sẻ rủi ro này đôi khi còn được gọi là **chuyển đổi tài sản**, bởi vì theo một nghĩa nào đó, tài sản rủi ro được biến thành tài sản an toàn hơn cho các nhà đầu tư.

Các trung gian tài chính cũng thúc đẩy chia sẻ rủi ro bằng cách giúp các cá nhân đa dạng hóa và do đó giảm mức độ rủi ro mà họ phải chịu. **Đa dạng hóa** đòi hỏi phải đầu tư vào một tập hợp các tài sản (**danh mục đầu tư**) có lợi suất không biến động cùng chiều, dẫn đến rủi ro tổng thể thấp hơn so với các tài sản riêng lẻ. (Đa dạng hóa chỉ là một tên gọi khác của câu ngạn ngữ cũ "Không nên bỏ tất cả trứng vào một giỏ.") Chi phí giao dịch thấp cho phép các trung gian tài chính tập hợp một số tài sản thành một tài sản mới và sau đó bán cho các cá nhân.

Thông tin bất cân xứng: Lựa chọn bất lợi và rủi ro đạo đức

Sự hiện diện của chi phí giao dịch trên thị trường tài chính giải thích một phần tại sao các trung gian tài chính và tài trợ gián tiếp lại có vai trò quan trọng như vậy trên thị trường tài chính. Một lý do nữa là trên thị trường tài chính, một bên thường không biết đủ về bên kia để đưa ra quyết định chính xác. Sự bất bình đẳng này được gọi là **thông tin bất cân xứng**. Ví dụ, một người đi vay thường có thông tin tốt hơn về lợi suất tiềm năng và rủi ro liên quan đến các dự án đầu tư mà họ đang tìm nguồn tài trợ so với người cho vay. Việc thiếu thông tin tạo ra các vấn đề trong hệ thống tài chính ở hai mặt: trước khi giao dịch được thực hiện và sau đó.[1]

Lựa chọn bất lợi là vấn đề do thông tin bất cân xứng gây nên trước khi giao dịch xảy ra. Lựa chọn bất lợi trên thị trường tài chính xảy ra khi những người đi vay tiềm năng có khả năng tạo ra kết quả không mong muốn (bất lợi) nhất – tức là những khoản tín dụng xấu – lại là những người tích cực tìm kiếm khoản vay nhất và do đó họ có nhiều khả năng được lựa chọn. Bởi vì lựa chọn bất lợi làm cho khoản vay có nhiều khả năng sẽ được cấp cho khoản tín dụng xấu, người cho vay có thể quyết định không cho ai vay hết, kể cả khi trên thị trường vẫn tồn tại những khoản tín dụng tốt.

Để hiểu tại sao lựa chọn bất lợi xảy ra, giả sử bạn có hai người dì mà bạn có thể cho vay - Dì Louise và Dì Sheila. Dì Louise là kiểu người bảo thủ, chỉ vay khi bà có một khoản đầu tư mà bà chắc chắn sẽ trả hết. Ngược lại, dì Sheila là một con bạc chính hiệu, người vừa nảy ra một kế hoạch làm-giàu-không-khó có thể biến bà dì của bạn trở thành triệu phú và chỉ cần vay 1.000 đô la để đầu tư vào nó. Rất tiếc, như với hầu hết các kế hoạch làm-giàu-không-khó khác, khả năng cao là khoản đầu tư sẽ thất bại và dì Sheila sẽ mất 1.000 đô la.

Bà dì nào hay gọi cho bạn để hỏi vay tiền hơn? Tất nhiên là dì Sheila, vì bà ấy sẽ lãi khủng khiếp nếu khoản đầu tư thành công. Tuy nhiên, bạn sẽ không muốn cho bà ấy vay vì khả năng cao là khoản đầu tư của bà sẽ thất bại và bà dì sẽ không thể trả lại tiền cho bạn.

[1]Thông tin bất cân xứng và các khái niệm lựa chọn bất lợi và rủi ro đạo đức cũng là những vấn đề sống còn đối với ngành bảo hiểm..

Nếu bạn hiểu rõ cả hai bà dì của mình — tức là, nếu thông tin của bạn cân xứng — bạn sẽ chẳng phải lo, bởi vì bạn biết rằng dì Sheila là một người vay xấu và vì vậy bạn sẽ không cho bà ấy vay tiền. Tuy nhiên, hãy giả sử rằng bạn không hiểu rõ về các bà dì của mình. Bạn sẽ có nhiều khả năng cho dì Sheila vay hơn là dì Louise vì dì Sheila sẽ săn lùng bạn bằng được để có được khoản vay. Vì biết có thể xảy ra lựa chọn bất lợi, bạn có thể sẽ không cho ai trong hai người dì của mình vay, mặc dù đôi khi dì Louise, người vay rất tốt, có thể cần một khoản vay để thực hiện một khoản đầu tư đáng tiền.

Rủi ro đạo đức là vấn đề do thông tin bất cân xứng gây nên sau khi giao dịch xảy ra. Rủi ro đạo đức trên thị trường tài chính là rủi ro (*nguy cơ*) mà người đi vay sẽ tham gia vào các hoạt động không mong muốn (*trái đạo đức*) theo quan điểm của người cho vay, vì chúng khiến cho khoản vay ít có khả năng được hoàn trả. Bởi vì rủi ro đạo đức làm giảm xác suất khoản vay được hoàn trả, nên người cho vay có thể quyết định thôi không cho vay nữa.

Để ví dụ về rủi ro đạo đức, giả sử rằng bạn đã cho một người họ hàng khác, chú Melvin vay 1.000 đô la mua một chiếc máy tính để mở dịch vụ đánh máy các bài thi học kỳ của sinh viên. Tuy nhiên, khi bạn đã cấp tiền, chú Melvin có nhiều khả năng đi chệch hướng, và thay vì mua máy tính sẽ chơi cá cược đua ngựa. Nếu ông ấy đặt cược vào một con ngựa với tỷ lệ 20 ăn 1 và thắng bằng tiền của bạn, chú ấy có thể trả lại 1.000 đô la của bạn và sống sung sướng với số tiền 19.000 đô la còn lại. Nhưng nếu, rất có thể, ông ấy thua cược, bạn sẽ không được trả lại tiền, và tất cả những gì ông ấy mất chỉ là hình ảnh một người chú chính trực, đáng tin cậy. Do đó, chú Melvin có động lực để đến trường đua ngựa vì lợi nhuận của ông ấy nếu đặt cược chính xác (19.000 đô la) lớn hơn nhiều so với chi phí phải chịu nếu đặt cược sai (hình ảnh của mình). Nếu bạn biết chú Melvin đang định làm gì, bạn sẽ ngăn cản ông ấy đến trường đua, và ông chú của bạn sẽ không thể tăng rủi ro đạo đức. Tuy nhiên, vì bạn khó mà biết ông ấy đang đi đâu - tức là do thông tin bất cân xứng - rất có thể chú Melvin sẽ đi tới trường đua ngựa và bạn sẽ mất tiền. Do đó, nguy cơ rủi ro đạo đức có thể khiến bạn không muốn cho chú Melvin vay 1.000 đô la, kể cả khi bạn chắc chắn rằng bạn sẽ lấy lại được tiền của mình nếu ông ấy thực sự sử dụng nó để làm ăn.

Các vấn đề do lựa chọn bất lợi và rủi ro đạo đức tạo ra là trở ngại lớn đối với khả năng hoạt động của các thị trường tài chính. Một lần nữa, các trung gian tài chính có thể giúp giảm bớt những vấn đề này.

Với các trung gian tài chính trong nền kinh tế, những người tiết kiệm nhỏ có thể cung cấp quỹ cho thị trường tài chính bằng cách cho một trung gian đáng tin cậy vay tiền - ví dụ, Ngân hàng John_Trung Thực, sau đó ngân hàng này sẽ cho vay bằng cách cho vay hoặc mua chứng khoán, chẳng hạn như cổ phiếu hoặc trái phiếu. Các trung gian tài chính thành công có thu nhập từ các khoản đầu tư của họ cao hơn những người tiết kiệm nhỏ vì so với các cá nhân họ được trang bị tốt hơn để sàng lọc các khoản vay xấu khỏi các khoản vay tốt, do đó giảm thiệt hại do lựa chọn bất lợi. Ngoài ra, các trung gian tài chính có thu nhập cao vì họ có chuyên môn trong việc giám sát đối tượng đi vay, do đó giảm thiệt hại do rủi ro đạo đức. Kết quả là các trung gian tài chính có thể đủ khả năng trả lãi cho người cho vay hoặc cung cấp lượng dịch vụ đáng kể mà vẫn kiếm được lợi nhuận.

Như ta đã thấy, các trung gian tài chính đóng một vai trò quan trọng trong nền kinh tế vì họ cung cấp các dịch vụ thanh khoản, thúc đẩy chia sẻ rủi ro và giải quyết các vấn đề về thông tin, do đó cho phép người tiết kiệm nhỏ và người đi vay được hưởng lợi từ sự tồn tại của thị trường tài chính. Bằng chứng thành công của các trung gian tài chính trong việc thực hiện vai trò này là hầu hết người Mỹ đầu tư tiền tiết kiệm vào, và vay từ các trung gian tài chính. Các trung gian tài chính đóng một vai trò quan trọng trong việc nâng cao hiệu quả kinh tế vì chúng giúp thị trường tài chính chuyển quỹ từ những người cho vay-tiết kiệm đến những người có cơ hội đầu tư hiệu quả. Nếu không có các trung gian tài chính

hoạt động tốt, rất khó để một nền kinh tế phát huy hết tiềm năng của nó. Chúng ta sẽ tìm hiểu sâu hơn về vai trò của các trung gian tài chính trong nền kinh tế trong Phần 3.

Lợi thế kinh tế theo phạm vi và Xung đột lợi ích

Một lý do khác giải thích tại sao các trung gian tài chính đóng một vai trò quan trọng như vậy trong nền kinh tế là vì bằng cách cung cấp nhiều dịch vụ tài chính cho khách hàng, chẳng hạn như cho vay hoặc bán hộ trái phiếu cho họ, các trung gian cũng có thể đạt được **lợi thế kinh tế theo phạm vi**; nghĩa là, họ có thể giảm chi phí xử lý thông tin cho mỗi dịch vụ bằng cách áp dụng một nguồn thông tin cho nhiều dịch vụ khác nhau. Ví dụ, khi cho một công ty vay, ngân hàng có thể đánh giá mức độ rủi ro tín dụng của công ty đó, điều này lại cũng giúp ngân hàng quyết định trái phiếu của công ty này có thể dễ dàng bán ra công chúng hay không.

Mặc dù lợi thế kinh tế theo phạm vi có thể mang lại lợi ích đáng kể cho các định chế tài chính, nhưng chúng cũng tạo ra chi phí tiềm tàng do **xung đột lợi ích**. Xung đột lợi ích, một dạng rủi ro đạo đức, nảy sinh khi một người hoặc định chế có nhiều mục tiêu (lợi ích), trong đó một số mục tiêu xung đột với nhau. Xung đột lợi ích đặc biệt dễ xảy ra khi một định chế tài chính cung cấp nhiều dịch vụ. Các lợi ích cạnh tranh tiềm tàng của các dịch vụ đó có thể khiến một cá nhân hoặc công ty che giấu thông tin hoặc tung ra thông tin sai lệch. Chúng ta phải để tâm tới xung đột lợi ích vì sự sụt giảm đáng kể chất lượng thông tin trên thị trường tài chính làm gia tăng các vấn đề thông tin bất cân xứng và ngăn thị trường tài chính chuyển quỹ vào các cơ hội đầu tư hiệu quả nhất. Do đó, thị trường tài chính và nền kinh tế trở nên kém hiệu quả hơn.

CÁC LOẠI TRUNG GIAN TÀI CHÍNH

Bạn đã thấy tại sao các trung gian tài chính lại đóng vai trò quan trọng như vậy trong nền kinh tế. Bây giờ chúng ta hãy xem xét các trung gian tài chính chủ yếu và cách chúng thực hiện chức năng trung gian. Các trung gian tài chính được chia thành ba nhóm: định chế tiền gửi (ngân hàng), định chế tiết kiệm theo hợp đồng và trung gian đầu tư. Bảng 3 mô tả các khoản nợ phải trả (nguồn quỹ) và tài sản (sử dụng quỹ) chính của các trung gian tài chính trong mỗi nhóm. Quy mô tương đối của các định chế trung gian này ở Hoa Kỳ được chỉ ra trong Bảng 4, bảng này liệt kê lượng tài sản của họ vào cuối các năm 1990, 2000, 2010 và 2016.

Định chế tiền gửi

Các định chế tiền gửi (để đơn giản, trong cuốn sách này chúng ta gọi là các ngân hàng) là các trung gian tài chính huy động tiền gửi từ các cá nhân và tổ chức và cho vay. Các nghiên cứu về tiền và ngân hàng tập trung sự chú ý đặc biệt vào nhóm các định chế tài chính này vì họ tham gia vào việc tạo ra các khoản tiền gửi, một thành phần quan trọng của cung tiền. Các định chế này bao gồm các ngân hàng thương mại và các định chế được gọi là các **định chế tiết kiệm**: hiệp hội tiết kiệm và cho vay, ngân hàng tiết kiệm tương hỗ và liên hiệp tín dụng.

Các ngân hàng thương mại Các trung gian tài chính này gây quỹ chủ yếu bằng cách phát hành tiền gửi giao dịch (là tiền gửi có thể viết séc từ tài khoản đó), tiền gửi tiết kiệm không kỳ hạn (tiền gửi có thể rút theo yêu cầu nhưng không cho phép chủ sở hữu của chúng viết séc) và tiền gửi có kỳ hạn (tiền gửi có thời gian đến ngày đáo hạn cố định). Sau

BẢNG 3 Tài sản và Nợ phải trả chính của các Trung gian Tài chính

Loại trung gian	Nợ phải trả chính (Nguồn quỹ)	Tài sản chính (Sử dụng quỹ)
Định chế tiền gửi (ngân hàng)		
Ngân hàng thương mại	Tiền gửi	Cho vay kinh doanh và tiêu dùng, thế chấp, chứng khoán chính phủ Hoa Kỳ, và trái phiếu địa phương
Hiệp hội tiết kiệm và cho vay	Tiền gửi	Vay thế chấp
Ngân hàng tiết kiệm tương hỗ	Tiền gửi	Vay thế chấp
Liên hiệp tín dụng	Tiền gửi	Cho vay tiêu dùng
Các định chế tiết kiệm theo hợp đồng		
Các công ty bảo hiểm nhân thọ	Phí bảo hiểm từ các hợp đồng	Trái phiếu doanh nghiệp và vay thế chấp
Các công ty bảo hiểm hỏa hoạn và thương vong	Phí bảo hiểm từ các hợp đồng	Trái phiếu địa phương, trái phiếu và cổ phiếu doanh nghiệp, và chứng khoán chính phủ Hoa Kỳs
Quỹ hưu trí, Quỹ hưu trí chính phủ	Đóng góp từ chủ doanh nghiệp và nhân viên	Trái phiếu công ty và cổ phiếu
Trung gian đầu tư		
Công ty tài chính	Thương phiếu, cổ phiếu, trái phiếu	Cho vay tiêu dùng và kinh doanh
Các quỹ tương hỗ	Cổ phiếu	Cổ phiếu, trái phiếu
Quỹ tương hỗ thị trường tiền tệ	Cổ phiếu	Công cụ thị trường tiền tệ
Quỹ phòng vệ	Tham gia hợp danh	Cổ phiếu, trái phiếu, khoản vay, tiền tệ nước ngoài, và nhiều tài sản khác

đó, họ sử dụng lượng quỹ này để thực hiện các khoản vay thương mại, tiêu dùng, thế chấp và để mua chứng khoán chính phủ Hoa Kỳ và trái phiếu địa phương. Có khoảng 5.000 ngân hàng thương mại ở Hoa Kỳ và họ là nhóm trung gian tài chính lớn nhất và có danh mục đầu tư tài sản đa dạng nhất.

Hiệp hội Tiết kiệm và Cho vay (S&L - Savings and Loan) và Ngân hàng Tiết kiệm Tương hỗ Các định chế tiền gửi này, với số lượng vào khoảng 1.000 ở Hoa Kỳ, nhận quỹ chủ yếu thông qua tiền gửi tiết kiệm không kỳ hạn (thường được gọi là cổ phần) và tiền gửi có kỳ hạn và giao dịch. Trước đây, các định chế này bị hạn chế hoạt động và hầu hết chỉ cho vay thế chấp nhà ở. Theo thời gian, những hạn chế này đã được nới lỏng, do đó, sự phân biệt giữa các định chế tiền gửi này và ngân hàng thương mại đã bị mờ đi. Chúng đã trở nên giống nhau hơn và hiện nay đang cạnh tranh với nhau mạnh mẽ hơn.

Các liên hiệp tín dụng Các định chế tài chính này, với số lượng khoảng 6.000 tại Hoa Kỳ, thường là các định chế cho vay hợp tác rất nhỏ được tổ chức xung quanh một nhóm cụ thể: thành viên công đoàn, nhân viên của một công ty cụ thể, v.v. Họ gây quỹ từ tiền gửi được gọi là cổ phần và chủ yếu cho vay tiêu dùng.

BẢNG 4 **Các định chế trung gian tài chính chủ yếu và giá trị tài sản của họ**

Loại trung gian	Giá trị tài sản (tỷ đô la, cuối năm) 1990	2000	2010	2016
Định chế tiền gửi (ngân hàng)				
Ngân hàng thương mại, S&L, và ngân hàng tiết kiệm tương hỗ	4.744	7.687	12.821	16.834
Liên hiệp tín dụng	217	441	876	1.238
Các định chế tiết kiệm hợp đồng				
Công ty bảo hiểm nhân thọ	1.367	3.136	5.168	6.764
Các công ty bảo hiểm hỏa hoạn và thương vong	533	866	1.361	1.908
Quỹ hưu trí (tư nhân)	1.619	4.423	6.614	9.099
Quỹ hưu trí của bang và chính quyền địa phương	820	2.290	4.779	6.103
Trung gian đầu tư				
Công ty tài chính	612	1.140	1.589	1.385
Quỹ tương hỗ	608	4.435	7.873	13.616
Quỹ tương hỗ thị trường tiền tệ	493	1.812	2.755	2.728

Nguồn: Tài khoản Dòng tiền của Cục Dự trữ Liên bang; https://www.federalreserve.gov/releases/z1/current/data.htm, Bảng L110, L114, L115, L116, L118, L120, L121, L122, L127.

Định chế tiết kiệm theo hợp đồng

Các định chế tiết kiệm theo hợp đồng, chẳng hạn như các công ty bảo hiểm và quỹ hưu trí, là các trung gian tài chính thu quỹ định kỳ trên cơ sở hợp đồng. Bởi vì họ có thể dự đoán với độ chính xác hợp lý số tiền mà họ sẽ phải trả trong những năm tiếp theo, họ không phải lo lắng nhiều như các định chế tiền gửi về việc mất quỹ nhanh chóng. Do đó, đối với nhóm này tính thanh khoản của tài sản không quan trọng như đối với các định chế tiền gửi và họ có xu hướng đầu tư chủ yếu vào chứng khoán dài hạn như trái phiếu doanh nghiệp, cổ phiếu và vay thế chấp.

Các công ty bảo hiểm nhân thọ Các công ty bảo hiểm nhân thọ giúp mọi người được bảo vệ trước các nguy cơ tài chính sau khi qua đời và bán các khoản niên kim (thanh toán thu nhập hàng năm khi nghỉ hưu). Họ thu quỹ từ phí bảo hiểm mà mọi người trả để duy trì hợp đồng và sử dụng chúng chủ yếu để mua trái phiếu doanh nghiệp và các khoản vay thế chấp. Nhóm định chế này cũng mua cổ phiếu nhưng bị hạn chế về số lượng có thể nắm giữ. Hiện tại, với tài sản khoảng 7 nghìn tỷ đô la, nhóm này là một trong những định chế tiết kiệm theo hợp đồng lớn nhất.

Công ty bảo hiểm hỏa hoạn và tai nạn Các công ty này bảo hiểm cho khách hàng của mình trước những tổn thất do trộm cắp, hỏa hoạn và tai nạn. Nhóm này rất giống các công ty bảo hiểm nhân thọ, thu quỹ thông qua phí bảo hiểm của các hợp đồng, nhưng các công ty bảo hiểm này có nhiều khả năng bị hụt quỹ hơn nếu thảm họa lớn xảy ra. Vì lý do này, họ sử dụng quỹ của mình để mua các tài sản có tính thanh khoản cao hơn so với

các công ty bảo hiểm nhân thọ. Lượng tài sản nắm giữ lớn nhất của họ là trái phiếu địa phương; họ cũng nắm giữ trái phiếu và cổ phiếu công ty và chứng khoán của chính phủ Hoa Kỳ.

Quỹ Hưu trí và Quỹ Hưu trí của Chính phủ Các quỹ hưu trí tư nhân và các quỹ hưu trí của bang và địa phương cung cấp thu nhập hưu trí dưới dạng niên kim cho người lao động trong phạm vi của chương trình hưu trí. Lượng quỹ có được là nhờ đóng góp từ người sử dụng lao động và từ người lao động, khoản đóng góp có thể được khấu trừ tự động từ tiền lương hoặc đóng góp tự nguyện. Tài sản nắm giữ lớn nhất của các quỹ hưu trí là trái phiếu doanh nghiệp và cổ phiếu. Việc thành lập các quỹ hưu trí được chính phủ liên bang tích cực khuyến khích, cả bằng luật pháp yêu cầu thiết lập các kế hoạch hưu trí và thông qua các ưu đãi thuế để khuyến khích đóng góp.

Trung gian đầu tư

Loại trung gian tài chính này bao gồm các công ty tài chính, quỹ tương hỗ, quỹ tương hỗ thị trường tiền tệ và quỹ đầu cơ..

Công ty tài chính Các công ty tài chính gây quỹ bằng cách bán thương phiếu (một công cụ nợ ngắn hạn) và bằng cách phát hành cổ phiếu và trái phiếu. Họ cho người tiêu dùng đang cần tiền vay quỹ để mua các mặt hàng như đồ nội thất, ô tô, sửa chữa nhà cửa và tới các doanh nghiệp nhỏ. Một số công ty tài chính được một công ty mẹ tạo ra để giúp bán sản phẩm của họ. Ví dụ, Ford Motor Credit Company thực hiện các khoản vay cho người tiêu dùng mua ô tô Ford.

Quỹ tương hỗ Các trung gian tài chính này gây quỹ bằng cách bán cổ phần cho nhiều cá nhân và sau đó sử dụng tiền thu được để mua các danh mục đầu tư cổ phiếu và trái phiếu được đa dạng hóa. Các quỹ tương hỗ cho phép các cổ đông tập hợp các nguồn lực để họ có thể tận dụng chi phí giao dịch thấp hơn khi mua một lượng lớn cổ phiếu hoặc trái phiếu. Ngoài ra, các quỹ tương hỗ cho phép các cổ đông nắm giữ danh mục đầu tư đa dạng hơn so với khi đầu tư riêng lẻ. Cổ đông có thể bán (trả lại) cổ phiếu bất kỳ lúc nào, nhưng giá trị của số cổ phiếu này sẽ được xác định bằng giá trị chứng khoán nắm giữ của quỹ tương hỗ. Bởi vì giá trị những chứng khoán này biến động rất mạnh, giá trị của cổ phiếu quỹ tương hỗ cũng vậy; do đó, các khoản đầu tư vào quỹ tương hỗ có thể khá rủi ro.

Quỹ tương hỗ thị trường tiền tệ Các định chế tài chính này tương tự như các quỹ tương hỗ nhưng ở một mức độ nào đó họ cũng hoạt động như các định chế tiền gửi vì họ cung cấp các tài khoản theo kiểu tiền gửi. Giống như hầu hết các quỹ tương hỗ, họ bán cổ phiếu để có quỹ. Các khoản quỹ này sau đó được sử dụng để mua các công cụ thị trường tiền tệ vừa an toàn vừa rất thanh khoản. Tiền lãi của các tài sản này được trả cho các cổ đông.

Đặc điểm chính của các quỹ này là cổ đông có thể viết séc trên giá trị cổ phần của họ. Trên thực tế, cổ phiếu trong quỹ tương hỗ trên thị trường tiền tệ có chức năng giống như các khoản tiền gửi phát séc có trả lãi. Các quỹ tương hỗ trên thị trường tiền tệ đã có sự tăng trưởng phi thường kể từ khi chúng mới xuất hiện vào năm 1971. Năm 2016, tài sản của những quỹ này đã tăng lên 2,7 nghìn tỷ đô la.

Quỹ phòng vệ Quỹ phòng vệ là một loại quỹ tương hỗ đặc biệt. Các quỹ phòng vệ được tổ chức dưới dạng quan hệ hợp danh hạn chế với các khoản đầu tư tối thiểu từ

100.000 đô la đến, phổ biến hơn là 1 triệu đô la trở lên. Những hạn chế này có nghĩa các quỹ phòng vệ bị quản lý ít hơn nhiều so với các quỹ tương hỗ khác. Các quỹ phòng vệ đầu tư vào nhiều loại tài sản, với một số chuyên về cổ phiếu, một số khác vào trái phiếu, một số khác bằng ngoại tệ và một số khác vào các dạng tài sản kỳ lạ hơn nữa.

Ngân hàng đầu tư Mặc dù có tên gọi như vậy, nhưng ngân hàng đầu tư không phải là một ngân hàng hay một trung gian tài chính theo nghĩa thông thường; nghĩa là, họ không nhận quỹ và sau đó cho vay. Thay vào đó, ngân hàng đầu tư là một loại trung gian khác, hỗ trợ một công ty phát hành chứng khoán. Đầu tiên họ tư vấn cho công ty về loại chứng khoán nào để phát hành (cổ phiếu hoặc trái phiếu); sau đó giúp bán (**bảo lãnh phát hành**) chứng khoán bằng cách mua chúng từ công ty với mức giá xác định trước và bán lại chúng trên thị trường. Các ngân hàng đầu tư cũng đóng vai trò là nhà tạo lập giao dịch và kiếm được những khoản phí khổng lồ bằng cách giúp các công ty mua lại các công ty khác thông qua việc mua bán hoặc sáp nhập.

QUẢN LÝ HỆ THỐNG TÀI CHÍNH

Hệ thống tài chính là một trong những lĩnh vực chịu sự quản lý chặt chẽ nhất của nền kinh tế Hoa Kỳ. Chính phủ quản lý thị trường tài chính vì hai lý do chính: tăng cường thông tin cho các nhà đầu tư và đảm bảo tính lành mạnh của hệ thống tài chính. Chúng ta sẽ cùng xem hai mục tiêu này đã làm hình thành môi trường pháp lý hiện tại như thế nào. Các cơ quan quản lý chính của hệ thống tài chính Hoa Kỳ được liệt kê trong Bảng 5 sẽ hỗ trợ thêm cho bạn.

Tăng cường thông tin cho nhà đầu tư

Thông tin bất cân xứng trên thị trường tài chính có nghĩa là các nhà đầu tư có thể phải đối mặt với các vấn đề lựa chọn bất lợi và rủi ro đạo đức, có thể cản trở hoạt động hiệu quả của thị trường tài chính. Các công ty rủi ro hoặc những kẻ lừa đảo hoàn toàn có thể là những người nhiệt tình nhất trong việc bán chứng khoán cho các nhà đầu tư thiếu thận trọng, và kết quả là lựa chọn bất lợi có thể khiến các nhà đầu tư tránh xa thị trường tài chính. Hơn nữa, một khi nhà đầu tư đã cho một công ty vay tiền bằng cách mua một chứng khoán, người đi vay có thể có động cơ tham gia vào các hoạt động rủi ro hoặc thậm chí là lừa đảo. Sự hiện diện của rủi ro đạo đức cũng có thể khiến các nhà đầu tư tránh xa thị trường tài chính. Sự điều tiết của chính phủ có thể làm giảm các vấn đề về lựa chọn bất lợi và rủi ro đạo đức trên thị trường tài chính và nâng cao hiệu quả của thị trường bằng cách tăng lượng thông tin cho các nhà đầu tư.

Do sự sụp đổ của thị trường chứng khoán năm 1929 và những tiết lộ sau đó về hiện tượng gian lận quy mô lớn, sức ép chính trị đối với hoạt động quản lý đã lên đến đỉnh điểm trong Đạo luật Chứng khoán năm 1933 và việc thành lập Ủy ban Chứng khoán và Giao dịch (SEC- Securities and Exchange Commission) vào năm 1934. SEC yêu cầu các công ty phát hành chứng khoán phải công bố thông tin chính xác về doanh số, tài sản và thu nhập của họ tới công chúng và hạn chế giao dịch của những cổ đông lớn nhất (được gọi là thành viên nội bộ) trong công ty. Bằng cách yêu cầu công bố thông tin và không khuyến khích giao dịch nội bộ, có thể được sử dụng để thao túng giá chứng khoán, SEC hy vọng rằng các nhà đầu tư sẽ được thông báo và bảo vệ tốt hơn khỏi những lạm dụng đã từng xảy ra trên thị trường tài chính trước năm 1933. Trong những năm gần đây, SEC truy tố khá quyết liệt những người liên quan đến giao dịch nội bộ.

BẢNG 5 **Các Cơ quan Quản lý Chính của Hệ thống Tài chính Hoa Kỳ**

Cơ quan Quản lý	Đối tượng Quản lý	Bản chất của các Quy định Quản lý
Ủy ban Chứng khoán và Giao dịch (SEC)	Sở giao dịch và thị trường tài chính có tổ chức	Yêu cầu công bố thông tin; hạn chế giao dịch nội bộ
Ủy ban Giao dịch Hàng hóa Tương lai (CFTC)	Sở giao dịch tương lai	Quy định các thủ tục giao dịch trên thị trường tương lai
Văn Phòng Tổng Kiểm Toán Tiền Tệ	Các ngân hàng thương mại và các định chế tiết kiệm cấp liên bang	Cấp phép và kiểm tra sổ sách của các ngân hàng thương mại và các định chế tiết kiệm cấp liên bang; áp đặt các hạn chế đối với tài sản mà họ có thể nắm giữ
Cục quản trị liên hiệp tín dụng quốc gia (NCUA)	Các liên hiệp tín dụng cấp liên bang	Cấp phép và kiểm tra sổ sách của các liên hiệp tín dụng cấp liên bang và áp đặt các hạn chế đối với tài sản mà họ có thể nắm giữ
Ủy ban cấp bang về ngân hàng và bảo hiểm	Các định chế tiền gửi và công ty bảo hiểm cấp bang	Cấp phép và kiểm tra sổ sách của các ngân hàng và công ty bảo hiểm cấp bang, áp đặt các hạn chế đối với tài sản mà họ có thể nắm giữ và áp đặt các hạn chế đối với việc mở chi nhánh
Công ty Bảo hiểm tiền gửi liên bang (FDIC)	Ngân hàng thương mại, ngân hàng tiết kiệm tương hỗ, hiệp hội tiết kiệm và cho vay	Cung cấp bảo hiểm lên đến 250.000 đô la cho mỗi người gửi tiền tại ngân hàng, kiểm tra sổ sách của các ngân hàng được bảo hiểm và áp đặt các hạn chế đối với tài sản mà họ có thể nắm giữ
Hệ thống Dự trữ Liên bang	Tất cả các định chế tiền gửi	Kiểm tra sổ sách của các ngân hàng thương mại và các định chế tài chính quan trọng trong hệ thống; xác lập yêu cầu dự trữ cho tất cả các ngân hàngs

Đảm bảo sự lành mạnh của các trung gian tài chính

Thông tin bất cân xứng có thể dẫn đến sự sụp đổ trên diện rộng của các trung gian tài chính, được gọi là **hoảng loạn tài chính**. Bởi vì những người cung cấp quỹ cho các trung gian tài chính không đánh giá được liệu các định chế nắm giữ quỹ của họ có hoạt động tốt hay không, nếu họ nghi ngờ về sức khỏe tổng thể của các trung gian tài chính, họ sẽ muốn rút quỹ ra khỏi cả các định chế tốt và không tốt. Kết quả có thể xảy ra là một cuộc khủng hoảng tài chính gây ra tổn thất lớn cho công chúng và gây thiệt hại nghiêm trọng cho nền kinh tế. Để bảo vệ công chúng và nền kinh tế khỏi khủng hoảng tài chính, chính phủ đã đặt ra sáu loại quy định điều tiết.

Hạn chế gia nhập Các ủy ban ngân hàng và bảo hiểm của bang, cũng như Văn phòng Tổng kiểm toán Tiền tệ (một cơ quan của chính phủ liên bang), đã tạo ra các quy định quản lý chặt chẽ về việc cấp phép thành lập trung gian tài chính. Các cá nhân hoặc nhóm người muốn thành lập trung gian tài chính, chẳng hạn như ngân hàng hoặc công ty bảo

hiểm, phải xin cấp phép của bang hoặc chính phủ liên bang. Chỉ những công dân thuộc nhóm hàng đầu với thông tin đáng tin cậy và số quỹ ban đầu lớn mới được cấp phép.

Công bố thông tin Thông tin yêu cầu về báo cáo đối với các trung gian tài chính rất nghiêm ngặt. Việc ghi sổ kế toán của họ phải tuân theo những nguyên tắc nghiêm ngặt nhất định, sổ sách của họ phải được kiểm tra định kỳ và họ phải cung cấp một số thông tin chính xác tới công chúng.

Hạn chế về Tài sản và Hoạt động Các trung gian tài chính bị hạn chế về những gì họ được phép làm và những tài sản mà họ có thể nắm giữ. Trước khi chuyển quỹ vào một ngân hàng hoặc định chế tương tự, bạn sẽ muốn chắc chắn rằng quỹ của mình được an toàn và ngân hàng hoặc trung gian tài chính khác sẽ có khả năng đáp ứng các nghĩa vụ của mình đối với bạn. Một cách để đảm bảo độ tin cậy của các trung gian tài chính là hạn chế sự tham gia vào các hoạt động rủi ro của họ. Điều luật được thông qua vào năm 1933 (và bãi bỏ năm 1999) đã tách ngân hàng thương mại khỏi ngành chứng khoán để ngân hàng không thể tham gia vào các hoạt động mạo hiểm liên quan đến ngành này. Một cách khác để hạn chế hành vi của một trung gian tài chính là hạn chế họ nắm giữ một số loại tài sản rủi ro nhất định, hoặc ít nhất là không nắm giữ một số lượng nhiều quá mức an toàn. Ví dụ, các ngân hàng thương mại và các định chế tiền gửi khác không được phép nắm giữ cổ phiếu phổ thông vì giá cổ phiếu có biến động đáng kể. Các công ty bảo hiểm được phép nắm giữ cổ phiếu phổ thông, nhưng tỷ lệ nắm giữ của họ không được vượt quá một tỷ lệ nhất định trong tổng tài sản của họ.

Bảo hiểm tiền gửi Chính phủ có thể bảo hiểm tiền gửi của người dân để họ không bị thiệt hại lớn về tài chính nếu trung gian tài chính nắm giữ các khoản tiền gửi này phá sản. Cơ quan chính phủ quan trọng nhất cung cấp loại hình bảo hiểm này là Công ty Bảo hiểm Tiền gửi Liên bang (FDIC), bảo hiểm cho mỗi người gửi tiền tại một ngân hàng thương mại hoặc ngân hàng tiết kiệm tương hỗ với số tiền lên đến 250.000 đô la cho mỗi tài khoản. Phí bảo hiểm do các định chế tài chính này trả sẽ được chuyển vào Quỹ Bảo hiểm Tiền gửi của FDIC, được sử dụng để trả cho người gửi tiền nếu một định chế tài chính phá sản. FDIC được thành lập vào năm 1934 sau đợt sụp đổ quy mô lớn của các ngân hàng trong những năm 1930-1933, trong đó nhiều người gửi tiền tại các ngân hàng thương mại đã bị mất sạch tiền tiết kiệm. Quỹ Bảo hiểm Cổ phần Liên hiệp Tín dụng Quốc gia (NCUSIF - National Credit Union Share Insurance Fund) cũng làm như vậy đối với các liên hiệp tín dụng.

Giới hạn cạnh tranh Các chính trị gia thường tuyên bố rằng cạnh tranh không kiểm soát giữa các trung gian tài chính làm gia tăng các vụ phá sản gây tổn hại cho công chúng. Mặc dù các bằng chứng cho thấy thực sự tác động này là vô cùng yếu, nhưng chính quyền bang và liên bang đôi khi đã áp đặt các hạn chế đối với việc mở thêm các địa điểm (chi nhánh). Trước đây, các ngân hàng không được phép mở chi nhánh ở các bang khác, và ở một số bang các ngân hàng bị hạn chế mở thêm chi nhánh ở các địa điểm khác.

Hạn chế về lãi suất Cạnh tranh cũng đã bị hạn chế bởi các quy định áp đặt hạn chế lãi suất tiền gửi. Trong nhiều thập niên sau năm 1933, các ngân hàng bị cấm trả lãi cho các tài khoản giao dịch. Ngoài ra, cho đến năm 1986, Hệ thống Dự trữ Liên bang có quyền theo Quy định Q để ấn định lãi suất tối đa mà các ngân hàng có thể trả cho tiền gửi tiết kiệm. Các quy định này được thiết lập vì nhiều người tin rằng cạnh tranh lãi suất không hạn chế là một động cơ khiến các ngân hàng sụp đổ trong thời kỳ Đại suy thoái. Các bằng chứng sau đó không ủng hộ quan điểm này, và Quy định Q đã bị bãi bỏ (mặc dù vẫn có những hạn chế về việc trả lãi cho các tài khoản giao dịch do các doanh nghiệp nắm giữ).

Trong các chương sau, chúng ta sẽ xem xét kỹ hơn các quy định điều tiết của chính phủ đối với thị trường tài chính và tìm hiểu xem liệu chúng có cải thiện chức năng của thị trường hay không.

Quản lý tài chính ở nước ngoài

Không đáng ngạc nhiên, với sự tương đồng của hệ thống kinh tế tại Hoa Kỳ và ở Nhật Bản, Canada, và các quốc gia Tây Âu, quy định tài chính ở những quốc gia này tương tự như ở Hoa Kỳ. Việc cung cấp thông tin được cải thiện bằng cách yêu cầu các công ty phát hành chứng khoán phải báo cáo chi tiết về tài sản và nợ phải trả, thu nhập, và việc bán cổ phiếu, đồng thời cấm giao dịch nội bộ. Sự lành mạnh của các định chế trung gian được đảm bảo bằng cách cấp phép, kiểm tra định kỳ sổ sách của các trung gian tài chính và cung cấp bảo hiểm tiền gửi (mặc dù phạm vi bảo hiểm của nó nhỏ hơn ở Hoa Kỳ và sự tồn tại của cơ chế bảo hiểm này thường không được công khai một cách có chủ ý).

Sự khác biệt chính giữa quản lý tài chính ở Hoa Kỳ và ở nước ngoài nằm ở quản lý ngân hàng. Trong quá khứ, Hoa Kỳ là quốc gia công nghiệp phát triển duy nhất buộc các ngân hàng bị hạn chế mở chi nhánh, điều này hạn chế quy mô và giới hạn họ trong một số khu vực địa lý nhất định. (Những hạn chế này đã được bãi bỏ trong luật vào năm 1994.) Các ngân hàng Hoa Kỳ cũng bị hạn chế nặng nề nhất về phạm vi các tài sản mà họ có thể nắm giữ. Các ngân hàng ở nước ngoài thường xuyên nắm giữ cổ phần trong các công ty thương mại; ở Nhật Bản và Đức, những cổ phần đó có thể khá lớn.

TÓM LƯỢC

1. Chức năng cơ bản của thị trường tài chính là chuyển các nguồn quỹ từ những người tiết kiệm dư quỹ sang những người chi tiêu thiếu quỹ. Thị trường tài chính có thể thực hiện điều này thông qua kênh tài trợ trực tiếp, trong đó người đi vay vay quỹ trực tiếp từ người cho vay bằng cách bán chứng khoán cho họ hoặc thông qua kênh tài trợ gián tiếp, với một trung gian tài chính ở giữa người cho vay - người tiết kiệm và người đi vay – người chi tiêu giúp chuyển quỹ từ bên này sang bên kia. Sự dịch chuyển quỹ này cải thiện phúc lợi kinh tế của mọi người trong xã hội. Bởi vì chúng cho phép quỹ được chuyển từ những người không có cơ hội đầu tư hiệu quả sang những người có cơ hội, thị trường tài chính góp phần tạo ra hiệu quả kinh tế. Ngoài ra, việc chuyển quỹ mang lại lợi ích trực tiếp cho người tiêu dùng bằng cách cho phép họ mua hàng khi họ cần nhất.
2. Thị trường tài chính có thể được phân loại thành thị trường nợ và thị trường vốn chủ sở hữu, thị trường sơ cấp và thứ cấp, sở giao dịch và thị trường OTC, thị trường tiền tệ và thị trường vốn.
3. Các công cụ chính của thị trường tiền tệ (công cụ nợ có thời gian đáo hạn dưới một năm) là tín phiếu kho bạc Hoa Kỳ, chứng chỉ tiền gửi ngân hàng có thể chuyển nhượng, thương phiếu, thỏa thuận mua lại và quỹ liên bang. Các công cụ chính của thị trường vốn (công cụ nợ và công cụ vốn có kỳ hạn lớn hơn một năm) là cổ phiếu, vay thế chấp, trái phiếu doanh nghiệp, chứng khoán chính phủ Hoa Kỳ, chứng khoán cơ quan chính phủ Hoa Kỳ, trái phiếu chính quyền bang và địa phương, và các khoản cho vay thương mại và tiêu dùng của ngân hàng.
4. Một xu hướng quan trọng trong những năm gần đây là thị trường tài chính ngày càng quốc tế hóa. Eurobond, được định giá bằng đồng tiền khác với tiền tệ của quốc gia mà chúng được bán, hiện là chứng khoán thống trị trên thị trường trái phiếu quốc tế và đã vượt qua trái phiếu doanh nghiệp Hoa Kỳ với tư cách là một nguồn vốn mới. Eurodollar, là đô la Mỹ được gửi vào các ngân hàng nước ngoài, là một nguồn quỹ quan trọng cho các ngân hàng Mỹ.
5. Trung gian tài chính là các định chế tài chính gây quỹ bằng cách phát hành các khoản nợ phải trả và sau đó sử dụng quỹ đó để có được tài sản bằng cách mua chứng khoán hoặc cho vay. Các trung gian tài chính đóng một vai trò quan trọng trong hệ thống tài chính vì chúng giúp giảm chi phí giao dịch, cho phép chia sẻ rủi ro và giải quyết các vấn đề do lựa chọn bất lợi và rủi ro đạo đức tạo ra. Kết quả là, các trung gian tài chính cho phép những người tiết kiệm nhỏ và những người đi vay được hưởng

lợi từ sự tồn tại của thị trường tài chính, do đó làm tăng hiệu quả của nền kinh tế. Tuy nhiên, lợi thế kinh tế nhờ phạm vi giúp làm cho các trung gian tài chính thành công lại có thể dẫn đến xung đột lợi ích làm cho hệ thống tài chính kém hiệu quả hơn.

6. Các trung gian tài chính được chia thành ba loại chủ yếu: (a) ngân hàng - ngân hàng thương mại, hiệp hội tiết kiệm và cho vay, ngân hàng tiết kiệm tương hỗ và liên hiệp tín dụng; (b) các định chế tiết kiệm theo hợp đồng — các công ty bảo hiểm nhân thọ, các công ty bảo hiểm hỏa hoạn và thương vong, và các quỹ hưu trí; và (c) trung gian đầu tư — các công ty tài chính, quỹ tương hỗ, quỹ tương hỗ thị trường tiền tệ, quỹ phòng vệ và ngân hàng đầu tư.

7. Chính phủ quản lý thị trường tài chính và các trung gian tài chính vì hai lý do chính: tăng cường thông tin cho các nhà đầu tư và đảm bảo tính lành mạnh của hệ thống tài chính. Các quy định quản lý bao gồm yêu cầu công bố thông tin ra công chúng, hạn chế về việc thành lập trung gian tài chính, hạn chế về tài sản mà trung gian tài chính có thể nắm giữ, cung cấp bảo hiểm tiền gửi, giới hạn về cạnh tranh và hạn chế về lãi suất.

THUẬT NGỮ QUAN TRỌNG

lựa chọn bất lợi, 36
chuyển đổi tài sản, 36
thông tin bất cân xứng,36
môi giới, 26
vốn, 24
thị trường vốn, 27
xung đột lợi ích, 38
tiền giấy, 28
thương nhân chứng khoán, 26
vỡ nợ, 28
đa dạng hóa, 36
cổ tức, 25
lợi thế kinh tế theo quy mô, 35
lợi thế kinh tế theo phạm vi, 38
cổ phiếu, 25
Eurobond, 33
Eurocurrency, 33
Eurodollar, 33
sở giao dịch, 26
lãi suất quỹ liên bang, 29
trung gian tài chính, 34
hoảng loạn tài chính, 43
trái phiếu nước ngoài, 32
trung hạn, 25
ngân hàng đầu tư, 26
nợ phải trả, 23
thanh khoản, 26
dịch vụ thanh khoản, 35
dài hạn, 25
đáo hạn, 25
thị trường tiền tệ, 27
rủi ro đạo đức, 37
chứng khoán đảm bảo bằng vay thế chấp, 30
vay thế chấp, 30
thị trường phi tập trung (OTC), 26
danh mục đầu tư, 36
thị trường sơ cấp, 25
rủi ro, 36
chia sẻ rủi ro, 36
thị trường thứ cấp, 25
ngắn hạn, 25
định chế tiết kiệm, 38
chi phí giao dịch, 34
bảo lãnh phát hành, 42
nghiệp vụ bảo lãnh phát hành, 26

CÂU HỎI

Tất cả các câu hỏi đều có trong **MyLab Economics** *tại* www.pearson.com/mylab/economics.

1. Nếu tôi có thể mua một chiếc ô tô hôm nay với giá 5.000 đô la và nó có giá trị giúp tôi có thêm thu nhập vào năm tới là 10.000 đô la vì nó giúp tôi có được công việc bán hàng lưu động, tôi có nên vay Larry _Cá mập ở lãi suất 90% nếu không có ai cho mình vay? Nếu chốt khoản vay này tôi sẽ tốt hơn hay tệ hơn? Bạn có thể lập luận ủng hộ hợp thức hóa cho vay nặng lãi không?
2. Một số nhà kinh tế nghi ngờ rằng một trong những lý do khiến nền kinh tế ở các nước đang phát triển tăng trưởng rất chậm là do họ không có thị trường tài chính phát triển tốt. Lập luận này có hợp lý không?
3. Đưa ra ít nhất ba ví dụ về một tình huống trong đó thị trường tài chính cho phép người tiêu dùng tính toán thời gian mua hàng tốt hơn.
4. Nếu bạn nghi ngờ rằng một công ty sẽ phá sản vào năm tới, bạn muốn nắm giữ cái gì hơn, trái phiếu hay cổ phiếu do công ty đó phát hành? Tại sao?
5. Giả sử rằng Toyota bán trái phiếu bằng đồng yên ở Tokyo. Công cụ nợ này có được coi là Eurobond không? Câu trả lời của bạn sẽ thay đổi như thế nào nếu trái phiếu được bán ở New York?
6. Mô tả ai là người phát hành từng công cụ thị trường tiền tệ sau:
   a. Tín phiếu kho bạc
   b. Chứng chỉ tiền gửi
   c. Thương phiếu
   d. Thỏa thuận mua lại
   e. Quỹ liên bang

7. Sự khác biệt giữa vay thế chấp và công cụ bảo đảm bằng vay thế chấp là gì?
8. Nền kinh tế Hoa Kỳ đã vay mượn nhiều từ người Anh trong thế kỷ XIX để xây dựng hệ thống đường sắt. Tại sao điều này làm cho cả hai quốc gia trở nên tốt hơn?
9. Một số lượng đáng kể các ngân hàng châu u nắm giữ một lượng lớn tài sản dưới dạng chứng khoán được đảm bảo bằng vay thế chấp có nguồn gốc từ thị trường nhà ở Hoa Kỳ, vốn đã sụp đổ sau năm 2006. Điều này chứng tỏ lợi ích và chi phí của việc quốc tế hóa thị trường tài chính như thế nào?
10. Chia sẻ rủi ro mang lại lợi ích như thế nào cho cả trung gian tài chính và nhà đầu tư tư nhân?
11. Vấn đề lựa chọn bất lợi có thể giải thích thế nào cho việc bạn có nhiều khả năng cho một thành viên trong gia đình vay tiền hơn là cho một người lạ vay?
12. Một trong những yếu tố góp phần vào cuộc khủng hoảng tài chính 2007-2009 là việc phát hành rộng rãi các khoản vay thế chấp dưới chuẩn. Điều này minh họa cho sự lựa chọn bất lợi như thế nào?
13. Tại sao những người cho vay nặng lãi về cơ bản lại ít lo lắng về rủi ro đạo đức liên quan đến người đi vay hơn những người cho vay khác?
14. Nếu bạn là người sử dụng lao động, bạn lo lắng về những vấn đề rủi ro đạo đức nào đối với nhân viên của mình?
15. Nếu không có sự bất cân xứng trong thông tin giữa người đi vay và người cho vay, liệu vấn đề rủi ro đạo đức có còn tồn tại không?
16. "Trong một thế giới không có chi phí thông tin và chi phí giao dịch, các trung gian tài chính sẽ không tồn tại." Câu nói này đúng, sai hay không chắc chắn? Giải thích câu trả lời của bạn.
17. Tại sao bạn lại muốn cho cô hàng xóm vay tiền bằng cách gửi tiền vào tài khoản tiết kiệm với lãi suất 5% tại ngân hàng và để ngân hàng cho cô ấy vay với lãi suất 10%, thay vì tự mình cho cô ấy vay?
18. Xung đột lợi ích làm cho vấn đề thông tin bất cân xứng trở nên tồi tệ hơn như thế nào?
19. Làm thế nào để việc một công ty cung cấp một số loại dịch vụ tài chính cùng một lúc vừa có lợi vừa có vấn đề?
20. Nếu bạn định vay tiền để mua một chiếc ô tô mới, bạn sẽ tìm đến trung gian tài chính nào: liên hiệp tín dụng, quỹ hưu trí, hay ngân hàng đầu tư?
21. Tại sao một công ty bảo hiểm nhân thọ lại quan tâm đến sự ổn định tài chính của các công ty lớn hoặc tình hình thị trường nhà ở?
22. Năm 2008, khi cuộc khủng hoảng tài chính bắt đầu xảy ra ở Hoa Kỳ, FDIC đã nâng giới hạn đối với tổn thất được bảo hiểm đối với những người gửi tiền ngân hàng từ 100.000 đô la cho mỗi tài khoản lên 250.000 đô la cho mỗi tài khoản. Điều này sẽ giúp ổn định hệ thống tài chính như thế nào?
23. Quy định quản lý tài chính là tương tự, nhưng không hoàn toàn giống nhau, ở các nước công nghiệp. Thảo luận tại sao việc có cùng một hệ thống quản lý tài chính ở các nước công nghiệp phát triển lại đáng mong đợi — hoặc không.

BÀI TẬP ÁP DỤNG

Tất cả các bài tập áp dụng đều có trong **MyLab Economics** tại www.pearson.com/mylab/economics.

24. Giả sử bạn vừa được thừa kế 10.000 đô la và đang xem xét các lựa chọn đầu tư số tiền sau đây để tối đa hóa lợi nhuận của mình:

    Phương án 1: Bỏ tiền vào tài khoản séc có lãi suất 2%. FDIC bảo hiểm tài khoản trước phá sản ngân hàng.

    Phương án 2: Đầu tư tiền vào một trái phiếu công ty với lợi tức đã nêu là 5%, mặc dù có 10% khả năng công ty có thể phá sản.

    Phương án 3: Cho một người bạn cùng phòng của bạn, Mike vay tiền với lãi suất thỏa thuận 8%, mặc dù bạn tin rằng có 7% khả năng Mike sẽ rời thị trấn mà không trả nợ cho bạn.

    Phương án 4: Giữ tiền bằng tiền mặt và không kiếm được lợi nhuận.

    a. Nếu bạn là người trung lập với rủi ro (nghĩa là không yêu cũng chẳng tránh rủi ro), bạn nên chọn phương án nào trong bốn phương án để tối đa hóa lợi tức mong đợi của mình? (Gợi ý: Để tính lợi nhuận kỳ vọng của một kết quả, hãy nhân xác suất một sự kiện sẽ xảy ra với kết quả của sự kiện đó rồi cộng chúng lại.)

    b. Giả sử bạn chỉ có Lựa chọn 3 và Lựa chọn 4. Nếu bạn có thể trả cho người bạn của mình 100 đô la để tìm hiểu thêm thông tin về Mike, cho biết chắc chắn liệu anh ta có rời thị trấn mà không trả tiền hay không, bạn có trả 100 đô la không? Điều này nói gì về giá trị của thông tin tốt hơn về rủi ro?

BÀI TẬP PHÂN TÍCH DỮ LIỆU

Các bài tập được cập nhật bằng dữ liệu thời gian thực trong MyLab Economics và có thể dùng để thực hành hoặc để làm bài tập lớn.

1. Truy cập cơ sở dữ liệu FRED của Cục Dự trữ Liên bang St. Louis và tìm dữ liệu về nợ liên bang do Cục Dự trữ Liên bang (FDHBFRBN), các nhà đầu tư tư nhân (FDHBPIN) và các nhà đầu tư quốc tế và nước ngoài (FDHBFIN) nắm giữ. Sử dụng các chuỗi này, hãy tính tổng số tiền nắm giữ và tỷ lệ phần trăm nắm giữ trong mỗi loại trong ba danh mục cho quý gần đây nhất. Lặp lại cho quý đầu tiên của năm 2000 và so sánh kết quả.
2. Truy cập cơ sở dữ liệu FRED của Cục Dự trữ Liên bang St. Louis và tìm dữ liệu về tổng tài sản của tất cả các ngân hàng thương mại (TLAACBM027S-BOG) và tổng tài sản của các quỹ tương hỗ thị trường tiền tệ (MMMFFAQ027S). Chuyển chuỗi tài sản của ngân hàng thương mại thành hàng quý bằng cách điều chỉnh cài đặt Tần suất thành "Quarterly". Tính phần trăm tăng trưởng tài sản cho mỗi chuỗi, từ tháng 1 năm 2000 đến quý gần đây nhất có sẵn. Trung gian tài chính nào trong số hai trung gian tài chính có mức tăng trưởng phần trăm nhiều nhất?

BÀI TẬP WEB

1. Một trong những nguồn thông tin tốt nhất về các định chế tài chính là báo cáo Dòng tiền của Hoa Kỳ, do Cục Dự trữ Liên bang cung cấp. Tài liệu này chứa dữ liệu về hầu hết các trung gian tài chính. Truy cập http: // www.federalreserve.gov/releases/Z1/ và tìm bản phát hành mới nhất. Bạn có thể phải tải Acrobat Reader nếu máy tính của bạn chưa có; trên trang web có một liên kết để tải xuống miễn phí. Chuyển tới Level Tables và trả lời các câu hỏi sau.

   a. Các ngân hàng thương mại nắm giữ bao nhiêu phần trăm tài sản cho vay? Bao nhiêu phần trăm tài sản được nắm giữ trong vay thế chấp?

   b. Bao nhiêu phần trăm tài sản mà các S&L để trong vay thế chấp?

   c. Các liên hiệp tín dụng nắm giữ bao nhiêu phần trăm tài sản trong các khoản vay thế chấp và cho vay tiêu dùng?
2. Thị trường tài chính nổi tiếng nhất trên thế giới là Sở giao dịch chứng khoán New York. Truy cập http://www.nyse.com.

   a. Nhiệm vụ của NYSE là gì?

   b. Các công ty phải trả một khoản phí để niêm yết cổ phiếu của họ để bán trên NYSE. Phí cho một công ty có năm triệu cổ phiếu phổ thông đang lưu hành là bao nhiêu?

TRANG WEB THAM KHẢO

http://stockcharts.com/charts/historical

Chứa các biểu đồ chỉ số chứng khoán lịch sử cho Chỉ số Công nghiệp Trung bình Dow Jones, S&P 500, NASDAQ, Trái phiếu Kho bạc 30 năm và giá vàng.

http://www.nyse.com

Sở giao dịch chứng khoán New York. Tìm các công ty niêm yết, báo giá, dữ liệu lịch sử của công ty, chỉ số thị trường theo thời gian thực, v.v.

http://www.nasdaq.com

Thông tin chi tiết về thị trường và chứng khoán cho sàn giao dịch chứng khoán NASDAQ OTC.

http://finance.yahoo.com

Các chỉ số chứng khoán chính trên thế giới, với biểu đồ, tin tức và các thành phần.

http://www.sec.gov

Trang chủ của Ủy ban Chứng khoán và Giao dịch Hoa Kỳ. Chứa nhiều tài nguyên của SEC, luật và quy định, thông tin về nhà đầu tư và các vụ kiện.

3 Tiền là gì?

Mục tiêu học tập

- Mô tả tiền là gì.
- Liệt kê và tóm tắt các chức năng của tiền.
- Xác định các loại hệ thống thanh toán khác nhau.
- So sánh và làm rõ sự khác biệt giữa cung tiền M1 và M2.

Giới thiệu

Nếu bạn sống ở Hoa Kỳ trước thời Chiến tranh Cách mạng, tiền trong túi bạn có thể sẽ là đồng doubloon của Tây Ban Nha. Trước Nội chiến, tiền ở Hoa Kỳ chủ yếu là tiền xu vàng, bạc và một loại tiền giấy, được gọi là giấy nợ của ngân hàng, do các ngân hàng tư nhân phát hành. Ngày nay, tiền trong hình dung của bạn không chỉ là tiền xu và tiền giấy do chính phủ phát hành mà còn là cả thẻ ghi nợ và séc viết trên tài khoản ngân hàng. Vào những thời điểm khác nhau tiền có những hình thức khác nhau, nhưng nó luôn rất quan trọng đối với con người và nền kinh tế.

Để hiểu được tác dụng của tiền đối với nền kinh tế, chúng ta phải hiểu chính xác tiền là gì. Trong chương này, chúng ta khám phá các chức năng của tiền, xem xét tại sao và làm thế nào tiền thúc đẩy hiệu quả kinh tế, truy vết các hình thái phát triển của tiền theo thời gian, và xem hiện tại người ta đo lường tiền thế nào để từ đó xây dựng định nghĩa chính xác về tiền.

Ý NGHĨA CỦA TIỀN

Trong các cuộc trò chuyện hàng ngày, từ tiền có thể có nhiều nghĩa, nhưng đối với các nhà kinh tế, nó có một ý nghĩa rất đặc thù. Để tránh nhầm lẫn, chúng ta phải làm rõ cách sử dụng từ tiền của các nhà kinh tế khác với cách sử dụng thông thường như thế nào.

Các nhà kinh tế định nghĩa *tiền* (còn được gọi là *cung tiền*) là bất cứ thứ gì được chấp nhận phổ biến để chi trả cho hàng hóa hoặc dịch vụ hoặc để thanh toán các khoản nợ. **Tiền giấy***, bao gồm tiền giấy và tiền xu, rõ ràng phù hợp với định nghĩa này và do vậy là một loại tiền. Khi nói tới tiền, hầu như mọi người đều đang nói về tiền giấy. Ví dụ: nếu một "anh" nào đó đến chỗ bạn và nói, "Mày chọn tiền hay mạng sống?", bạn nên nhanh chóng giao ra tất cả số tiền giấy mình có thay vì hỏi, "Chính xác thì ý của anh là gì khi dùng từ "tiền" ạ?"

Đối với các nhà kinh tế, việc định nghĩa tiền đơn thuần là tiền giấy là quá hẹp. Bởi vì séc cũng được chấp nhận để thanh toán cho các giao dịch mua hàng, tài khoản tiền gửi giao dịch cũng được coi là tiền. Cần có một định nghĩa rộng hơn về tiền vì những thứ khác, chẳng hạn như tiền gửi tiết kiệm không kỳ hạn, trên thực tế có thể hoạt động như tiền nếu chúng có thể được chuyển đổi nhanh chóng và dễ dàng thành tiền giấy hoặc tài khoản tiền gửi tiết kiệm. Như bạn có thể thấy, không thể có định nghĩa chính xác và duy nhất về tiền hoặc cung tiền, ngay cả đối với các nhà kinh tế.

*Từ gốc *currency* mang ý nghĩa là tiền dưới hình thái vật chất, đang được lưu hành để mua bán trao đổi. Nó có thể được dịch là hiện kim (tiền hiện hành), tiền mặt (trong tiếng Anh *cash* và *currency* vẫn dùng lẫn với nhau), tuy nhiên ở đây dịch là tiền giấy. Đây là cách sử dụng phổ biến ở Việt Nam, dù vậy với các quốc gia có dùng cả tiền xu thì nó khiến cho khái niệm tiền giấy bao gồm cả tiền giấy và tiền xu như ở trong sách. Trong quan hệ giữa các quốc gia, chúng ta dùng từ đồng tiền để dịch từ currency, với nghĩa đồng tiền của các quốc gia khác nhau.

Để làm vấn đề thêm phức tạp, từ tiền thường được sử dụng đồng nghĩa với *sự giàu có*. Khi mọi người nói, "Joe giàu lắm - ông ấy có rất nhiều tiền", họ có thể muốn nói là Joe không chỉ có nhiều tiền giấy và số dư cao trong tài khoản giao dịch mà còn có cổ phiếu, trái phiếu, bốn chiếc xe hơi, ba ngôi nhà và một chiếc du thuyền. Do đó, trong khi "tiền giấy" là định nghĩa quá hẹp về tiền, thì cách hiểu này lại quá rộng. Các nhà kinh tế học phân biệt giữa tiền dưới dạng tiền giấy, tiền gửi giao dịch, và các khoản khác dùng để mua sắm, với **của cải**, là giá trị của tổng các loại tài sản dùng để lưu trữ giá trị. Của cải không chỉ bao gồm tiền mà còn bao gồm các tài sản khác như trái phiếu, cổ phiếu phổ thông, tác phẩm nghệ thuật, đất đai, đồ nội thất, xe hơi và nhà cửa.

Mọi người cũng dùng từ tiền để mô tả cái được các nhà kinh tế học gọi là *thu nhập*, như trong câu "Sheila sẽ là một mối tuyệt vời; cô ấy có một công việc tốt và kiếm được nhiều tiền." **Thu nhập** là một *dòng* các khoản tiền kiếm được trên một đơn vị thời gian. Ngược lại, tiền có tính thời điểm: Nó đo bằng một lượng nhất định tại một thời điểm nhất định. Nếu ai đó nói với bạn rằng anh ta có thu nhập 1.000 đô la, bạn không thể biết anh ta kiếm được nhiều hay ít nếu không biết 1.000 đô la này kiếm được mỗi năm, mỗi tháng hay thậm chí mỗi ngày. Nhưng nếu ai đó nói với bạn rằng cô ấy có 1.000 đô la trong túi, bạn biết chính xác số tiền này có nghĩa là bao nhiêu.

Hãy nhớ rằng tiền được thảo luận trong cuốn sách này đề cập đến bất kỳ thứ gì được chấp nhận phổ biến để thanh toán cho hàng hóa và dịch vụ hoặc để trả nợ chứ không phải là thu nhập và của cải.

CÁC CHỨC NĂNG CỦA TIỀN

Cho dù tiền là vỏ sò hay đá, vàng hay giấy, thì trong bất kỳ nền kinh tế nào nó cũng đều có ba chức năng chính: phương tiện trao đổi, đơn vị tính toán và lưu trữ giá trị. Trong ba chức năng này, phương tiện trao đổi là thứ giúp phân biệt tiền với các tài sản khác như cổ phiếu, trái phiếu và nhà cửa.

Phương tiện trao đổi

Trong nền kinh tế của chúng ta, ở hầu hết các giao dịch, tiền dưới dạng tiền giấy hoặc séc đóng vai trò là một **phương tiện trao đổi**; nó được sử dụng để chi trả cho hàng hóa và dịch vụ. Việc sử dụng tiền làm phương tiện trao đổi thúc đẩy hiệu quả kinh tế bằng cách giảm bớt thời gian trao đổi hàng hóa và dịch vụ. Để hiểu điều này, hãy nhìn vào một *nền kinh tế hàng đổi hàng*, một nền kinh tế không có tiền, tại đó hàng hóa và dịch vụ được trao đổi trực tiếp lấy hàng hóa và dịch vụ khác.

Hãy lấy trường hợp của Ellen_Giáo sư Kinh tế, người chỉ có thể làm tốt duy nhất một việc: giảng dạy kinh tế. Trong nền kinh tế hàng đổi hàng, nếu muốn có gì đó để ăn, Ellen phải tìm được một người nông dân không chỉ sản xuất món ăn mình thích mà còn muốn học kinh tế. Chắc bạn đang hình dung việc tìm kiếm này sẽ khó khăn và tốn thời gian thế nào, và thời gian Ellen cần để tìm được một người nông dân-đam mê-học kinh tế có thể sẽ nhiều hơn thời gian bà dùng vào giảng dạy. Thậm chí có khả năng bà sẽ phải nghỉ dạy và tự đi trồng trọt. Kể cả như vậy, bà ấy vẫn có nguy cơ đói tới chết.

Thời gian dùng để cố gắng trao đổi hàng hóa hoặc dịch vụ được gọi là *chi phí giao dịch*. Trong nền kinh tế hàng đổi hàng, chi phí giao dịch cao bởi vì mọi người phải thỏa mãn "sự trùng hợp về nhu cầu" —họ phải tìm được một người có hàng hóa hoặc dịch vụ mà họ muốn và cũng muốn hàng hóa hoặc dịch vụ mà họ có.

Hãy xem điều gì sẽ xảy ra nếu chúng ta mang tiền vào thế giới của Giáo sư Kinh tế Ellen. Ellen có thể dạy cho bất kỳ ai sẵn sàng trả tiền để nghe bà giảng. Sau đó, bà có thể đến tìm bất kỳ người nông dân nào (hoặc người đại diện của ông ấy tại siêu thị) và mua thực phẩm bà cần bằng số tiền đã được trả. Vấn đề sự trùng hợp về nhu cầu đã được xử lý, và Ellen tiết kiệm được rất nhiều thời gian để làm việc bà ấy giỏi nhất: dạy học.

Như ví dụ này cho thấy, tiền thúc đẩy hiệu quả kinh tế bằng cách loại bỏ lượng lớn thời gian dành cho việc trao đổi hàng hóa và dịch vụ. Nó cũng thúc đẩy hiệu quả vì cho phép mọi người chuyên môn hóa vào những gì họ làm tốt nhất. Do đó, tiền rất cần thiết cho nền kinh tế: Nó là chất bôi trơn làm giảm chi phí giao dịch cho phép nền kinh tế vận hành êm ái hơn, do đó khuyến khích chuyên môn hóa và phân công lao động.

Nhu cầu về tiền mạnh đến nỗi hầu hết mọi xã hội trừ xã hội tối nguyên thủy đều phát minh ra tiền. Để một hàng hóa có thể đóng vai trò tiền một cách hiệu quả, nó phải đáp ứng một số tiêu chí: (1) Nó phải dễ dàng tiêu chuẩn hóa, để việc xác định giá trị của nó trở nên đơn giản; (2) nó phải được chấp nhận rộng rãi; (3) nó phải có thể chia được, để dễ dàng có "tiền lẻ"; (4) nó phải dễ mang theo; và (5) nó không được mất giá nhanh chóng. Trong suốt lịch sử loài người, đã có nhiều loại tiền rất khác thường, từ wampum (chuỗi hạt) được sử dụng bởi người Mỹ bản địa; đến thuốc lá và rượu whisky, được sử dụng bởi những thực dân châu Mỹ đầu tiên; đến thuốc lá, được sử dụng trong các trại tù binh trong Thế chiến II.[1] Các hình thức tiền đa dạng đã được phát triển qua nhiều năm, cùng với sự phát triển của các công cụ và ngôn ngữ được coi là minh chứng cho năng lực phát minh của loài người.

Đơn vị tính toán

Vai trò thứ hai của tiền là cung cấp một **đơn vị tính toán**; tức là tiền được dùng để đo lường giá trị trong nền kinh tế. Chúng ta đo lường giá trị của hàng hóa và dịch vụ bằng tiền, cũng giống như chúng ta đo trọng lượng bằng kilôgam (cân) hay khoảng cách bằng mét. Để hiểu sự quan trọng của chức năng này, hãy lại nhìn một nền kinh tế hàng đổi hàng, ở đó tiền không thực hiện chức năng này. Nếu nền kinh tế chỉ có ba hàng hóa — chẳng hạn như quả đào, bài giảng kinh tế và phim — thì chúng ta chỉ cần biết ba mức giá để biết cách đổi cái này sang cái khác: giá đào theo bài giảng kinh tế (nghĩa là số bài giảng kinh tế bạn phải trả cho một quả đào), giá đào theo phim, và giá của bài giảng kinh tế theo phim. Nếu có 10 hàng hoá, chúng ta cần biết 45 mức giá để đổi hàng hoá này lấy hàng hoá khác; với 100 hàng hóa, chúng ta sẽ cần 4.950 mức giá; và với 1.000 hàng hóa, chúng ta sẽ cần 499.500 mức giá.[2]

Hãy tưởng tượng sẽ khó khăn như thế nào trong nền kinh tế hàng đổi hàng nếu mua sắm ở siêu thị với 1.000 mặt hàng khác nhau trên kệ và phải đối mặt với việc quyết định giá gà hay cá hợp lý hơn nếu giá một cân thịt gà được tính bằng 4 cân bơ và giá một cân cá bằng 8 cân cà chua. Để có thể so sánh giá, thẻ dán giá trên mỗi mặt hàng sẽ phải liệt kê tới 999 mức giá khác nhau và thời gian đọc xong chúng sẽ dẫn đến chi phí giao dịch rất cao.

[1]Bài báo cực kỳ thú vị về sự phát triển của tiền trong trại tù binh trong Thế chiến II là RA Radford, "The Economic Organization of a P.O.W. Camp," Economica 12 (November 1945): 189–201.

[2]Công thức cho chúng ta biết số lượng giá mà chúng ta cần khi chúng ta có *N* hàng hóa là công thức tương tự cho chúng ta biết số lượng cặp khi có *N* món hàng. Đó là

$$\frac{N(N-1)}{2}$$

Ví dụ, trong trường hợp mười hàng hóa, chúng ta sẽ cần

$$\frac{10(10-1)}{2} = \frac{90}{2} = 45 \text{ giá}$$

Giải pháp cho vấn đề là đưa tiền vào nền kinh tế và tất cả các mức giá được yết theo đồng tiền đó, cho phép chúng ta định giá các bài giảng kinh tế, đào, và phim theo tiền, ví dụ như bao nhiêu đô la. Nếu chỉ có ba hàng hóa trong nền kinh tế, đây sẽ không phải là một lợi thế lớn so với hệ thống hàng đổi hàng, bởi vì chúng ta vẫn cần ba giá để tiến hành giao dịch. Nhưng đối với 10 hàng hóa, chúng ta sẽ chỉ cần 10 giá; cho 100 hàng hóa, 100 giá; v.v.. Ở siêu thị 1.000 hàng hóa, giờ chỉ cần biết 1.000 giá chứ không phải 499.500!

Chúng ta có thể thấy rằng việc sử dụng tiền làm đơn vị tính toán làm giảm chi phí giao dịch trong nền kinh tế bằng cách giảm số lượng giá cả cần biết. Lợi ích của chức năng này của tiền càng tăng khi nền kinh tế càng phức tạp.

Lưu trữ giá trị

Tiền cũng có thể hoạt động như một **kho lưu trữ giá trị**; nó là một kho lưu trữ sức mua theo thời gian. Một kho lưu trữ giá trị được sử dụng để cất trữ sức mua từ khi nhận được thu nhập cho đến khi chi tiêu. Chức năng này của tiền rất hữu ích vì hầu hết chúng ta không muốn tiêu khoản thu nhập của mình ngay lập tức khi nhận được, mà thích đợi cho đến khi chúng ta có thời gian hoặc cảm hứng mua sắm.

Tiền không phải là kho lưu trữ giá trị duy nhất; bất kỳ tài sản nào — dù là tiền, cổ phiếu, trái phiếu, đất đai, nhà cửa, nghệ thuật hay đồ trang sức — đều có thể được sử dụng để lưu trữ giá trị. Nhiều món trong số đó có lợi thế hơn so với tiền trong lưu trữ giá trị: Chúng thường đem lại cho chủ sở hữu một mức lãi suất cao hơn so với tiền, còn có thể tăng giá và cung cấp một nơi để ở. Nếu những tài sản này là kho lưu trữ giá trị đáng mơ ước hơn so với tiền, tại sao mọi người lại giữ tiền?

Câu trả lời cho câu hỏi này liên quan đến khái niệm kinh tế quan trọng: **tính thanh khoản**, là sự dễ dàng và tốc độ tương đối để một tài sản có thể được chuyển đổi thành một phương tiện trao đổi. Tính thanh khoản rất hấp dẫn. Tiền là tài sản có tính thanh khoản cao nhất vì nó là phương tiện trao đổi; nó không cần phải chuyển đổi thành bất kỳ thứ gì khác để mua hàng. Các tài sản khác muốn được chuyển đổi thành tiền sẽ phát sinh chi phí giao dịch. Ví dụ, khi bạn bán căn nhà của mình, bạn phải trả hoa hồng môi giới (thường là 4% –6% giá bán), và nếu bạn cần tiền mặt ngay lập tức để thanh toán gấp rút một số hóa đơn, bạn có thể phải hạ giá thấp hơn nữa nếu bạn muốn bán nhà nhanh chóng. Vì tiền là tài sản có tính thanh khoản cao nhất nên mọi người sẵn sàng nắm giữ nó ngay cả khi nó không phải là vật lưu trữ giá trị hấp dẫn nhất.

Tiền đóng vai một kho lưu trữ giá trị tốt tới đâu phụ thuộc vào mức giá. Ví dụ, toàn bộ giá cả đều tăng gấp đôi có nghĩa là giá trị của tiền đã giảm một nửa; ngược lại, giá cả giảm một nửa có nghĩa là giá trị của tiền đã tăng gấp đôi. Trong thời kỳ lạm phát, khi mặt bằng giá tăng nhanh, tiền mất giá nhanh chóng, và mọi người miễn cưỡng hơn khi nắm giữ tài sản của mình bằng tiền. Điều này đặc biệt đúng trong thời kỳ lạm phát cực đoan, được gọi là siêu lạm phát, khi đó tỷ lệ lạm phát vượt mức 50% mỗi tháng.

Siêu lạm phát xảy ra ở Đức sau Thế chiến thứ nhất, với tỷ lệ lạm phát đôi khi vượt mức 1.000% mỗi tháng. Vào cuối thời kỳ siêu lạm phát năm 1923, mức giá đã tăng lên hơn 30 tỷ lần so với chỉ hai năm trước đó. Số tiền cần có để mua ngay cả những mặt hàng cơ bản nhất cũng trở nên quá nhiều. Chẳng hạn, có những câu chuyện kể rằng, vào thời điểm sắp kết thúc **siêu lạm phát**, người ta cần phải có một chiếc xe cút kít tiền để trả cho một chiếc bánh mì. Tiền mất giá nhanh chóng đến nỗi người lao động được trả lương và sau đó được nghỉ vài lần trong ngày để tiêu tiền lương trước khi tiền kịp trở nên vô giá trị. Không ai muốn giữ tiền, vì vậy việc sử dụng tiền để thực hiện các giao dịch giảm sút, và hàng đổi hàng ngày càng chiếm ưu thế. Chi phí giao dịch tăng vọt và có thể hình dung sản lượng trong nền kinh tế giảm mạnh.

SỰ TIẾN HÓA CỦA HỆ THỐNG THANH TOÁN

Để có được bức tranh rõ ràng hơn về các chức năng của tiền và các hình thức của tiền theo thời gian, ta có thể nhìn vào sự tiến hóa của **hệ thống thanh toán**, là phương thức thực hiện các giao dịch trong nền kinh tế. Hệ thống thanh toán đã phát triển qua nhiều thế kỷ, và cùng với nó là hình thái của tiền. Đã có thời điểm các kim loại quý như vàng được sử dụng làm phương tiện thanh toán chính và là hình thức tiền chính. Sau đó, các tài sản giấy như séc và tiền giấy bắt đầu được sử dụng trong hệ thống thanh toán và được coi là tiền. Hướng phát triển của hệ thống thanh toán có ảnh hưởng quan trọng đến cách định nghĩa tiền trong tương lai.

Tiền hàng hóa

Để nhìn toàn cảnh về tương lai của hệ thống thanh toán, ta sẽ xem tiền đã tiến hóa như thế nào. Bất kỳ thứ gì muốn được coi là tiền phải được chấp nhận rộng rãi; mọi người phải sẵn sàng nhận nó để chi trả cho hàng hóa và dịch vụ. Một vật có giá trị rõ ràng đối với tất cả mọi người thì sẽ có khả năng đóng vai đồng tiền, và lựa chọn tự nhiên là kim loại quý như vàng hoặc bạc. Tiền được tạo thành từ kim loại quý hoặc một loại hàng hóa có giá trị khác được gọi là **tiền hàng hóa**, và suốt từ thời cổ đại cho đến vài trăm năm trước, tiền hàng hóa đóng vai trò là phương tiện trao đổi trong hầu hết tất cả các xã hội. Vấn đề với hệ thống thanh toán hoàn toàn dựa trên kim loại quý là tiền kiểu này rất nặng và khó vận chuyển từ nơi này đến nơi khác. Hãy tưởng tượng nếu phải mua mọi thứ chỉ bằng tiền xu thì chuyện gì sẽ xảy ra với túi quần của bạn! Đối với một giao dịch lớn, chẳng hạn như một ngôi nhà, chắc bạn phải thuê một chiếc xe tải để vận chuyển tiền thanh toán.

Tiền pháp định

Sự phát triển tiếp theo trong hệ thống thanh toán là tiền giấy (các miếng giấy có chức năng phương tiện trao đổi). Ban đầu, tiền giấy đi kèm với một đảm bảo rằng nó có thể chuyển đổi thành tiền xu hoặc thành một lượng cố định kim loại quý. Tuy nhiên, tiền giấy đã phát triển thành **tiền pháp định**, là loại tiền giấy được các chính phủ quy định là đồng tiền hợp pháp (nghĩa là mọi người buộc phải chấp nhận nó là khoản thanh toán hợp pháp cho các khoản nợ) nhưng không thể chuyển đổi thành tiền xu hoặc kim loại quý. Tiền giấy có ưu điểm là nhẹ hơn nhiều so với tiền xu hoặc kim loại quý, nhưng nó có thể được chấp nhận như một phương tiện trao đổi chỉ khi có sự tin tưởng nhất định đối với các cơ quan có thẩm quyền phát hành nó và trình độ in tiền đủ cao để việc làm giả là cực kỳ khó khăn. Bởi vì tiền giấy đã phát triển thành một thỏa thuận pháp lý, các quốc gia có thể thay đổi đồng tiền mà họ sử dụng theo ý muốn. Đây chính là điều mà nhiều nước châu Âu đã làm khi họ từ bỏ đồng tiền của mình để chuyển sang dùng tiền giấy và tiền xu euro vào năm 2002.

Hạn chế chính của tiền giấy và tiền xu là chúng dễ bị đánh cắp và tốn kém khi vận chuyển với số lượng lớn. Để giải quyết vấn đề này, một bước nữa trong sự phát triển của hệ thống thanh toán đã diễn ra cùng với sự phát triển của ngân hàng hiện đại: sự phát minh ra séc.

Séc

Séc là một chỉ thị từ bạn đến ngân hàng của mình để chuyển tiền từ tài khoản của bạn sang tài khoản của người khác khi người đó gửi tờ séc vào. Séc cho phép thực hiện giao dịch mà không cần phải mang theo một lượng lớn tiền giấy. Sự ra đời của séc là một đổi mới lớn giúp cải thiện tính hiệu quả của hệ thống thanh toán. Thông thường, các khoản thanh toán được thực hiện qua lại và bù trừ lẫn nhau; không có séc sẽ dẫn đến sự di chuyển của

lượng lớn tiền giấy. Với séc, các khoản thanh toán bù trừ lẫn nhau có thể được giải quyết bằng cách hủy séc và không cần chuyển tiền. Do đó việc sử dụng séc làm giảm chi phí vận chuyển trong hệ thống thanh toán và nâng cao hiệu quả kinh tế. Một ưu điểm khác của séc là chúng có thể được viết với bất kỳ số tiền nào trong phạm vi số dư tài khoản, giúp các giao dịch với số tiền lớn dễ dàng hơn nhiều. Séc cũng có ưu điểm là giảm đáng kể tổn thất do trộm cắp và tạo ra hóa đơn thuận tiện cho việc mua hàng.

Tuy nhiên, có hai vấn đề nảy sinh với hệ thống thanh toán dựa trên séc. Đầu tiên, cần thời gian để séc chuyển từ nơi này đến nơi khác, một vấn đề đặc biệt nghiêm trọng nếu bạn đang thanh toán cho ai đó ở xa, và cần thanh toán nhanh chóng. Ngoài ra, nếu bạn có tài khoản giao dịch*, thường mất vài ngày làm việc trước khi ngân hàng cho phép bạn sử dụng số tiền từ séc bạn đã gửi vào. Nếu bạn cần tiền mặt gấp, tính năng thanh toán bằng séc này có thể khiến bạn khó chịu. Thứ hai, lượng công việc giấy tờ cần thiết để xử lý séc rất tốn kém; hiện tại, chi phí xử lý tất cả séc được viết ra tại Hoa Kỳ ước tính khoảng hơn 10 tỷ đô la mỗi năm.

*Tài khoản tiền gửi giao dịch/ tiền gửi séc (*checking account*) còn có tên khác là tài khoản thanh toán (*transactional account*)

Thanh toán điện tử

Sự phát triển của máy tính giá rẻ và sự lan rộng của Internet hiện nay khiến việc thanh toán hóa đơn theo phương thức điện tử rẻ hơn. Trước đây, bạn phải thanh toán hóa đơn bằng cách gửi séc qua đường bưu điện, nhưng giờ đây, các ngân hàng cung cấp các trang web và bạn chỉ cần đăng nhập, thực hiện một vài cú nhấp chuột để chuyển số tiền chi trả của mình theo phương thức điện tử. Bạn không chỉ tiết kiệm chi phí giấy tờ, mà việc thanh toán hóa đơn (gần như) trở thành một thú vui, đòi hỏi ít nỗ lực. Các hệ thống thanh toán điện tử do các ngân hàng cung cấp giờ đây thậm chí còn giúp bạn bỏ qua bước đăng nhập để thanh toán hóa đơn. Thay vào đó, các hóa đơn định kỳ có thể được tự động trừ từ tài khoản ngân hàng của bạn. Khoản chi phí ước tính tiết kiệm được khi hóa đơn được thanh toán điện tử thay vì dùng séc là hơn 1 đô la cho mỗi giao dịch. Thanh toán điện tử do đó ngày càng trở nên phổ biến hơn ở Hoa Kỳ.

Tiền điện tử

Công nghệ thanh toán điện tử có thể thay thế không chỉ cho séc mà còn thay thế tiền mặt, dưới dạng **tiền điện tử** (hoặc là **e-money**) —tiền chỉ tồn tại ở dạng điện tử. Hình thức đầu tiên của tiền điện tử là thẻ ghi nợ. Thẻ ghi nợ, trông giống như thẻ tín dụng, cho phép người tiêu dùng mua hàng hóa và dịch vụ bằng cách chuyển tiền điện tử trực tiếp từ tài khoản ngân hàng của họ sang tài khoản của người bán. Thẻ ghi nợ được sử dụng ở hầu hết những nơi chấp nhận thẻ tín dụng và hiện nay sử dụng thường nhanh hơn tiền mặt. Ví dụ: tại hầu hết các siêu thị, bạn có thể quẹt thẻ ghi nợ ở đầu đọc thẻ tại quầy thanh toán, nhấn một nút và số tiền mua hàng sẽ được trừ vào tài khoản ngân hàng của bạn. Hầu hết các ngân hàng, cũng như các công ty như Visa và MasterCard phát hành thẻ ghi nợ, và thường thẻ ATM cũng có thể hoạt động như một thẻ ghi nợ.

Một hình thức nâng cao hơn của tiền điện tử là thẻ lưu trữ giá trị. Dạng đơn giản nhất của thẻ lưu trữ giá trị là nó được nạp với một số tiền cố định từ trước, giống như thẻ điện thoại trả trước. Một loại thẻ lưu trữ giá trị phức tạp hơn là **thẻ thông minh**. Nó chứa một con chip máy tính cho phép nạp tiền kỹ thuật số từ tài khoản ngân hàng của chủ sở hữu bất cứ khi nào cần. Ở các nước châu Á, chẳng hạn như Nhật Bản và Hàn Quốc, điện thoại di động hiện đã có tính năng thẻ thông minh nâng khái niệm "thanh toán qua điện thoại" lên một tầm cao mới. Thẻ thông minh có thể được nạp từ máy ATM, máy tính cá nhân có đầu đọc thẻ thông minh hoặc điện thoại được trang bị đặc biệt.

Dạng tiền điện tử thứ ba, thường được gọi là tiền mặt điện tử (**e-cash**), được sử dụng trên Internet để mua hàng hóa hoặc dịch vụ. Người tiêu dùng nhận được tiền điện tử bằng cách chuyển tiền mặt từ ngân hàng của mình vào tài khoản của nhà cung cấp dịch vụ thanh toán trực tuyến như PayPal. Khi muốn mua thứ gì đó bằng tiền mặt điện tử, người

Đọc thêm Chúng ta có đang hướng tới một xã hội không dùng tiền mặt?

Những dự đoán về một xã hội không tiền mặt đã tồn tại trong nhiều thập kỷ, nhưng chúng đã không thành hiện thực. Ví dụ, vào năm 1975, Business Week đã dự đoán rằng phương tiện thanh toán điện tử "sẽ sớm cách mạng hóa chính khái niệm tiền," và họ đảo ngược quan điểm của mình vài năm sau đó. Mặc dù tiền điện tử đã được sử dụng rộng rãi hơn, mọi người vẫn sử dụng rất nhiều tiền mặt. Tại sao quá trình chuyển đổi sang một xã hội không tiền mặt diễn ra chậm chạp như vậy?

Mặc dù tiền điện tử có thể thuận tiện và hiệu quả hơn hệ thống thanh toán dựa vào giấy, có những nhân tố ngăn cản sự biến mất của hệ thống giấy. Đầu tiên, việc thiết lập hệ thống máy tính, đầu đọc thẻ và mạng viễn thông cần thiết để biến tiền điện tử trở thành hình thức thanh toán thống trị là rất tốn kém. Thứ hai, các phương tiện thanh toán điện tử gây lo ngại về bảo mật và quyền riêng tư. Chúng ta thường nghe trên các phương tiện truyền thông những thông tin như tin tặc đã truy cập trái phép được vào cơ sở dữ liệu máy tính và thay đổi thông tin lưu tại đó. Bởi vì đây không phải là trường hợp hiếm gặp, kẻ xấu có thể truy cập vào tài khoản ngân hàng trong hệ thống thanh toán điện tử và lấy cắp tiền bằng cách chuyển chúng từ tài khoản của người khác sang tài khoản của mình. Việc ngăn chặn loại gian lận này không hề dễ dàng, và một lĩnh vực hoàn toàn mới trong khoa học máy tính đã được phát triển để đối phó với các vấn đề bảo mật như vậy. Một điều đáng lo ngại nữa là việc sử dụng các phương tiện thanh toán điện tử để lại một dấu vết điện tử chứa một lượng lớn dữ liệu cá nhân về thói quen mua hàng. Mọi người lo rằng các cơ quan chính phủ, nhà tuyển dụng và nhà tiếp thị có thể truy cập vào những dữ liệu này, do đó có thể cho phép họ xâm phạm quyền riêng tư của chúng ta nếu họ muốn làm vậy.

Tóm lại, mặc dù việc sử dụng tiền điện tử chắc chắn sẽ tăng lên trong tương lai, nhưng nói theo kiểu Mark Twain thì "người ta cứ nói quá về cái chết của tiền mặt."

đó có thể sử dụng máy tính, máy tính bảng hoặc điện thoại thông minh của mình để nhấp vào tùy chọn "mua" một mặt hàng cụ thể từ cửa hàng, khi đó tiền điện tử sẽ tự động được chuyển từ tài khoản của người mua đến tài khoản của người bán. Với sự tiện lợi của tiền điện tử, có thể bạn sẽ nghĩ rằng chúng ta sẽ nhanh chóng chuyển sang một xã hội không dùng tiền mặt, trong đó tất cả các khoản thanh toán đều được thực hiện bằng điện tử. Tuy nhiên, điều này đã không xảy ra, như hộp Đọc thêm "Chúng ta có đang hướng tới một xã hội không dùng tiền mặt?" sẽ thảo luận.

ỨNG DỤNG Bitcoin sẽ trở thành tiền của tương lai?

Bitcoin là một loại tiền điện tử mới được tạo ra bởi nhà phát triển phần mềm Satoshi Nakamoto vào năm 2009. Bitcoin không chịu sự kiểm soát bởi một đơn vị duy nhất như ngân hàng trung ương, mà được tạo ra một cách phi tập trung bởi những người dùng tạo ra bitcoin mới khi họ sử dụng sức mạnh tính toán của mình để xác minh và xử lý các giao dịch Bitcoin, một quá trình được gọi là "đào". Một số người đam mê công nghệ đã coi Bitcoin là tiền của tương lai*. Nhưng liệu Bitcoin có thỏa mãn ba chức năng chính của tiền mà chúng ta đã thảo luận trước đó không? Nghĩa là, nó có hoạt động như một phương tiện trao đổi, một đơn vị tính toán và một kho lưu trữ giá trị không?

Bitcoin chắc chắn hoạt động tốt như một phương tiện trao đổi. Nó có hai tính năng hấp dẫn để thực hiện các giao dịch. Đầu tiên, phí thực hiện các giao dịch bằng Bitcoin về cơ bản thấp hơn đáng kể so với phí liên quan đến thẻ tín dụng và thẻ ghi nợ. Thứ hai, các giao dịch được thực hiện bằng Bitcoin có thể được thực hiện ẩn danh, điều này rất hấp dẫn đối với những người muốn bảo vệ quyền riêng tư của họ.

*Điều này làm chúng ta thấy sự phức tạp của từ khóa *currency*, Bitcoin là một ví dụ của tiền mã hóa, *cryptocurrency*, và tương phản với nó là tiền vật lý, *cash currency*. Trong ngữ cảnh này, cách chuyển ngữ phù hợp nhất của currency có lẽ là đồng tiền, như trong bối cảnh tài chính quốc tế, nó giúp giải thích một điểm yếu khác của *cryptocurrency* là trong khi các đồng tiền hiện hành đều có sự thừa nhận chính thống ở cấp quốc gia, Bitcoin thì cho đến giờ vẫn chưa.

Tuy nhiên, Bitcoin không hoạt động tốt khi xét đến hai chức năng khác của tiền - đơn vị tính toán và kho lưu trữ giá trị. Giá của Bitcoin biến động vô cùng mạnh, với mức độ biến động ước tính gấp hơn bảy lần giá vàng và hơn tám lần so với các chỉ số thị trường chứng khoán như S&P 500. Ví dụ, vào năm 2011, giá của Bitcoin dao động trong khoảng 30 cent đến 32 đô la. Sau đó, nó đã tăng lên mức cao nhất là 255 đô la vào ngày 10 tháng 4 năm 2013, ngay sau đó giảm xuống còn 55 đô la vào ngày 17 tháng 4. Vào ngày 30 tháng 11 năm 2013, giá của một Bitcoin đạt đỉnh là 1.125 đô la, nhưng sau đó nó đã giảm xuống khoảng 200 đô la vào tháng 6 năm 2015, và sau đó tăng lên giá trị hơn 2.500 đô la vào năm 2017.

Sự biến động mạnh trong giá trị của Bitcoin nghĩa là nó không phải là kho lưu trữ giá trị tốt; nó đơn giản là quá rủi ro. Do sự biến động này, Bitcoin đã không trở thành một đơn vị tính toán: Hầu như không ai định giá sản phẩm của họ bằng bitcoin.

Bất chấp sự thổi phồng, Bitcoin không đáp ứng được hai trong ba chức năng chính của tiền và do đó, việc sử dụng nó làm tiền có thể bị hạn chế khá nhiều. Hơn nữa, các chính phủ lo ngại về việc sử dụng Bitcoin để thực hiện các giao dịch ma túy và rửa tiền. Bộ An ninh Nội địa đã thu giữ tài sản Bitcoin từ sàn giao dịch Mt. Gox khi FBI đóng cửa trang web ma túy Silk Road vào tháng 5 năm 2013. Các quốc gia như Trung Quốc coi việc sử dụng Bitcoin làm tiền giấy là phi pháp. Cũng đã có những vụ trộm Bitcoin nổi tiếng, như Mt. Gox, một trong những sàn giao dịch Bitcoin lớn nhất, đã trải qua một vụ đánh cắp Bitcoin trị giá gần 500 triệu đô la vào tháng 2 năm 2014, dẫn đến Mt. Gox phải nộp đơn xin phá sản.

Sự hiểu biết của chúng ta về các chức năng của tiền cho thấy rõ ràng rằng Bitcoin sẽ không phải là tiền của tương lai. Tuy nhiên, một số công nghệ của nó, cho phép người dùng thực hiện các giao dịch điện tử với giá rẻ, có thể trở thành một tính năng của các hệ thống thanh toán điện tử trong tương lai. •

ĐO LƯỜNG TIỀN

Định nghĩa tiền là bất kỳ thứ gì được chấp nhận rộng rãi để chi trả cho hàng hóa và dịch vụ cho chúng ta thấy rằng tiền được định nghĩa bởi hành vi của con người. Một tài sản chỉ được coi là tiền nếu mọi người tin rằng nó sẽ được người khác chấp nhận khi thanh toán. Như chúng ta đã thấy, nhiều tài sản khác nhau đã thực hiện vai trò này qua nhiều thế kỷ, từ vàng, tiền giấy đến tài khoản séc. Vì lý do này, một định nghĩa hành vi không cho chúng ta biết tài sản nào trong nền kinh tế của chúng ta nên được coi là tiền. Để đo lường tiền, chúng ta cần một định nghĩa chính xác cho chúng ta biết chính xác những tài sản nào nên được tính vào.

Thước đo tổng cung tiền của Cục Dự trữ Liên bang

Hệ thống Dự trữ Liên bang (The Federal Reserve System - Fed), cơ quan ngân hàng trung ương chịu trách nhiệm về chính sách tiền tệ ở Hoa Kỳ, đã tiến hành nhiều nghiên cứu về cách đo lường tiền. Vấn đề đo lường tiền gần đây trở nên đặc biệt quan trọng vì sự đổi mới tài chính sâu rộng đã tạo ra các loại tài sản mới có thể được coi là tiền. Kể từ năm 1980, Fed đã sửa đổi các thước đo tiền của mình nhiều lần và đã chốt các thước đo cung tiền sau, còn được gọi là **tổng lượng tiền** (xem Bảng 1 và hộp Theo dòng tin Tài chính).

Thước đo tiền hẹp nhất được Fed đưa ra là **M1**, bao gồm các tài sản có tính thanh khoản cao nhất: tiền giấy, tiền gửi tài khoản giao dịch và séc du lịch. Các thành phần của M1 được trình bày trong Bảng 1. Thành phần tiền giấy của M1 chỉ bao gồm tiền giấy và

BẢNG 1 **Đo lường tổng lượng tiền**

	Giá trị tính đến 3/7 /2017 (tỷ đô la)
M1 = Tiền giấy	1.481,5
Séc du lịch	2,0
Tiền gửi giao dịch	1.501,5
Tiền gửi giao dịch khác	574,8
Tổng M1	3.559,8
M2 = M1	
Tiền gửi có kỳ hạn mệnh giá nhỏ	357,7
Tiền gửi tiết kiệm không kỳ hạn và tài khoản tiền gửi thị trường tiền tệ	8.923,9
Cổ phiếu quỹ tương hỗ thị trường tiền tệ (bán lẻ)	673,7
Tổng M2	13.515,1

Nguồn: Federal Reserve Statistical Release, H.6, Money Stock Measures: https://www.federalreserve .gov/releases/H6/current.

tiền xu thuộc sở hữu của công chúng phi ngân hàng và không bao gồm tiền mặt trong máy ATM hoặc trong kho tiền ngân hàng. Đáng ngạc nhiên là tính trên đầu người ở Hoa Kỳ lượng tiền mặt đang được lưu hành là hơn 4.500 đô la (xem hộp Đọc thêm). Thành phần *séc du lịch* của M1 chỉ bao gồm séc du lịch không do ngân hàng phát hành. Thành phần *tiền gửi giao dịch* bao gồm tài khoản giao dịch doanh nghiệp không trả lãi, cũng như séc du lịch do ngân hàng phát hành. Khoản mục *tiền gửi giao dịch khác* bao gồm tất cả các khoản tiền gửi giao dịch khác, đặc biệt là tài khoản giao dịch có trả lãi do các hộ gia đình nắm giữ. Những tài sản này rõ ràng là tiền vì chúng có thể được sử dụng trực tiếp như một phương tiện trao đổi.

Cho đến giữa những năm 1970, chỉ có các ngân hàng thương mại được phép mở tài khoản giao dịch và họ không được phép trả lãi cho chúng. Với sự ra đời của đổi mới tài chính (sẽ được thảo luận kỹ hơn trong Chương 11), các quy định quản lý đã thay đổi để các loại ngân hàng khác, chẳng hạn như hiệp hội tiết kiệm và cho vay, ngân hàng tiết kiệm tương hỗ và liên hiệp tín dụng, cũng có thể cung cấp tài khoản giao dịch. Ngoài ra, các tổ chức ngân hàng có thể cung cấp các khoản tiền gửi giao dịch khác, chẳng hạn như tài khoản NOW (lệnh rút tiền có thể chuyển nhượng- negotiated order of withdrawal) và tài khoản ATS (chuyển tiền tự động từ tài khoản tiết kiệm- automatic transfer from savings), và trả lãi cho số dư trên các tài khoản này.

Theo dòng tin tài chính **Tổng lượng tiền**

Vào thứ Năm hàng tuần, Cục Dự trữ Liên bang công bố dữ liệu về M1 và M2 trong bản phát hành H.6. Những con số này thường được công bố trên các phương tiện truyền thông. Bản phát hành H.6 có tại http://www .federalreserve.gov/releases/h6/current/h6.htm.

Đọc thêm Những tờ đô la Mỹ ở đâu hết rồi?

Giá trị tiền giấy hơn 4.500 đô la Mỹ trên mỗi người Mỹ là một con số lớn đáng ngạc nhiên. Tiền giấy Hoa Kỳ cồng kềnh, có thể dễ bị đánh cắp và không trả lãi, vì vậy đối với hầu hết chúng ta giữ nhiều tiền mặt không có ý nghĩa gì. Bạn có biết ai đó mang theo 4.500 đô la trong túi của mình không? Và thế là chúng ta có một câu đố: Tất cả những tờ đô la này ở đâu, và ai đang giữ chúng?

Tội phạm là một nhóm nắm giữ rất nhiều tiền mặt. Nếu bạn đã tham gia vào hoạt động phi pháp, bạn sẽ không thực hiện các giao dịch của mình bằng séc vì chúng có thể truy nguyên được và do đó có khả năng sẽ là một bằng chứng chống lại bạn. Điều đó giải thích tại sao các băng đảng xã hội đen và buôn ma túy thực hiện hầu hết các giao dịch của họ bằng tiền mặt. Một số doanh nghiệp thích giữ nhiều tiền mặt bởi vì, nếu họ kinh doanh bằng tiền mặt, các giao dịch của họ ít bị truy nguyên; do đó họ có thể tránh kê khai thu nhập khiến họ phải nộp thuế.

Người nước ngoài là nhóm thường giữ tiền đô la Mỹ khác. Ở nhiều nước, người dân không tin tưởng vào đồng tiền của mình vì đất nước của họ thường xuyên xảy ra lạm phát cao làm xói mòn giá trị của đồng tiền đó; những người này nắm giữ đô la Mỹ như một sự bảo vệ chống lại nguy cơ lạm phát này. Chẳng hạn, sự thiếu tin tưởng vào đồng ruble đã khiến người Nga tích trữ một lượng lớn đô la Mỹ. Hơn một nửa số đô la Mỹ được giữ ở nước ngoài.

Thước đo cung tiền **M2** bổ sung thêm vào M1 các tài sản khác có tính thanh khoản kém hơn các tài sản trong M1: những tài sản có tính năng viết séc (tài khoản tiền gửi thị trường tiền tệ và cổ phiếu quỹ tương hỗ trên thị trường tiền tệ) và các tài sản khác (tiền gửi tiết kiệm không kỳ hạn và tiền gửi có kỳ hạn mệnh giá nhỏ) có thể được chuyển thành tiền mặt nhanh chóng và với chi phí rất thấp. *Tiền gửi có kỳ hạn mệnh giá nhỏ* là chứng chỉ tiền gửi có mệnh giá dưới 100.000 đô la chỉ có thể được hoàn trả mà không bị phạt vào một ngày đáo hạn cố định. *Tiền gửi tiết kiệm không kỳ hạn** là khoản tiền gửi phi giao dịch có thể được thêm vào hoặc lấy ra bất kỳ lúc nào. *Tài khoản tiền gửi thị trường tiền tệ* tương tự như quỹ tương hỗ thị trường tiền tệ nhưng do ngân hàng phát hành. *Cổ phiếu quỹ tương hỗ trên thị trường tiền tệ* là tài khoản bán lẻ mà các hộ gia đình có thể viết séc dựa trên đó.

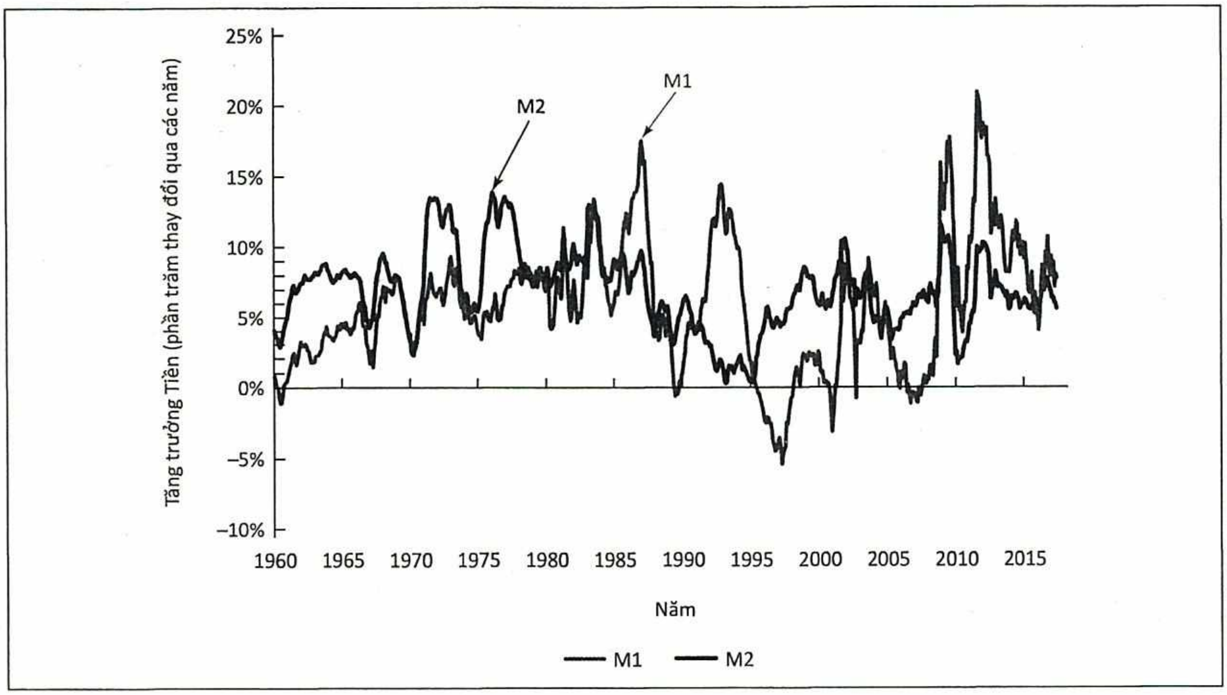
*Từ gốc *savings deposits* là tài khoản tiền gửi tiết kiệm không kỳ hạn, dùng để phân tách với *term deposits* là tiền gửi tiết kiệm có kỳ hạn.

Bởi vì các nhà kinh tế và các nhà hoạch định chính sách không thể chắc chắn thước đo cung tiền nào là thước đo tiền tốt nhất, nên sẽ là logic khi hỏi liệu M1 và M2 có biến động cùng nhau với mức tương quan cao hay không. Nếu đúng như vậy, thì việc sử dụng thước đo này để dự đoán hiệu quả kinh tế trong tương lai và để thực hiện chính sách cũng giống như sử dụng thước đo kia, và chẳng sao khi chúng ta phải đưa ra một quyết định chính sách khi vẫn không chắc chắn một định nghĩa phù hợp về tiền. Tuy nhiên, nếu các thước đo cung tiền không di chuyển cùng nhau, thì những gì đang xảy ra đối với cung tiền mà một thước đo cho biết có thể hoàn toàn khác với những gì mà thước đo khác mang lại. Thông tin mâu thuẫn sẽ đưa ra một bức tranh rắc rối, khiến các nhà hoạch định chính sách khó quyết định được hành động đúng đắn.

Hình 1 thể hiện tốc độ tăng của M1 và M2 từ năm 1960 đến năm 2017. Tốc độ tăng của hai phép đo này có xu hướng dịch chuyển cùng nhau; thời gian tăng và giảm của chúng gần như tương tự cho đến những năm 1990 và cả hai đều cho thấy tốc độ tăng trưởng trung bình trong những năm 1970 cao hơn so với những năm 1960.

Tuy nhiên, một số khác biệt rõ ràng tồn tại trong biến động của những thước đo này. Đối lập với tốc độ tăng cao của M1 từ năm 1992 đến 1994, tốc độ tăng của M2 thấp hơn nhiều. Cũng cần lưu ý rằng từ năm 2004 đến năm 2007, tốc độ tăng của M2 tăng nhẹ, trong khi tốc độ tăng của M1 giảm mạnh và trở nên âm. Trong năm 2009 và 2011, tăng trưởng M1 đã tăng lên hơn 15% so với mức gần 0 của năm trước, trong khi tăng trưởng M2 tăng ít đột ngột hơn. Như vậy, các thước đo tiền khác nhau nói lên những câu chuyện rất khác nhau về kết quả của chính sách tiền tệ trong những năm gần đây.

MyLab Economics MyLab Economics Dữ liệu thời gian thực



HÌNH 1 Tỷ lệ tăng trưởng của các thước đo M1 và M2, 1960–2017

Thời gian tăng và giảm của tốc độ tăng trưởng gần như tương tự đối với cả M1 và M2. Tuy nhiên, có những giai đoạn, chẳng hạn như 1992–1994 và 2004–2007, trong đó M1 và M2 di chuyển ngược chiều nhau, dẫn đến các khuyến nghị xung đột về hướng đi tốt nhất của chính sách tiền tệ.

Nguồn: **Cơ sở dữ liệu của Ngân hàng Dự trữ Liên bang St. Louis, FRED:** https://fred.stlouisfed.org/sries/M1SL

Từ dữ liệu trong Hình 1, bạn có thể thấy rằng việc có được một thước đo tiền duy nhất, chính xác và đúng đắn là khá quan trọng và việc các nhà hoạch định chính sách tiền tệ và các nhà kinh tế học chọn thước đo cung tiền nào làm tổng cung tiền tốt nhất thực sự sẽ tạo ra sự khác biệt.

TÓM LƯỢC

1. Đối với các nhà kinh tế, từ *tiền* có một nghĩa khác với *thu nhập* hoặc *của cải*. Tiền là bất cứ thứ gì được chấp nhận phổ biến để thanh toán cho hàng hóa hoặc dịch vụ hoặc để trả nợ.
2. Tiền có ba chức năng chính: phương tiện trao đổi, đơn vị tính toán và kho lưu trữ giá trị. Vai trò phương tiện trao đổi giúp một nền kinh tế tránh được vấn đề trùng hợp mong muốn kép nảy sinh trong nền kinh tế hàng đổi hàng và do đó làm giảm chi phí giao dịch và khuyến khích chuyên môn hóa và phân công lao động. Vai trò đơn vị tính toán làm giảm số lượng giá cả cần thiết trong nền kinh tế, điều này cũng làm giảm chi phí giao dịch. Tiền cũng có chức năng như một kho lưu trữ giá trị nhưng thực hiện vai trò này rất kém nếu nó nhanh chóng mất giá do lạm phát.
3. Hệ thống thanh toán đã tiến hóa theo thời gian. Cho đến vài trăm năm trước, các hệ thống thanh toán trong tất cả các xã hội, trừ những xã hội nguyên thủy nhất chủ yếu dựa trên kim loại quý. Sự ra đời của tiền giấy đã làm giảm chi phí vận chuyển tiền. Bước tiến lớn tiếp theo là sự ra

đời của séc, giúp giảm chi phí giao dịch hơn nữa. Chúng ta hiện đang tiến tới một hệ thống thanh toán điện tử, trong đó giấy bị loại bỏ và tất cả các giao dịch được xử lý bằng máy tính. Bất chấp hiệu quả tiềm năng của một hệ thống như vậy, những trở ngại đang làm chậm sự chuyển động đến một xã hội không séc và sự phát triển của các hình thức tiền điện tử mới.

4. Hệ thống Dự trữ Liên bang đã xác định hai thước đo cung tiền khác nhau - M1 và M2. Các thước đo này không tương đương và không phải lúc nào cũng di chuyển cùng nhau, do đó các nhà hoạch định chính sách không thể sử dụng chúng thay thế cho nhau. Việc có được thước đo chính xác, đúng đắn về tiền có thể là vấn đề quan trọng và có ý nghĩa đối với việc thực hiện chính sách tiền tệ.

THUẬT NGỮ QUAN TRỌNG

tiền hàng hóa, 53
tiền giấy, 49
tiền mặt điện tử (e-cash), 54
tiền điện tử (e-money), 54
tiền pháp định, 53
siêu lạm phát, 52
thu nhập, 50
thanh khoản, 52
M1, 56
M2, 58
phương tiện trao đổi, 50
tổng lượng tiền, 56
hệ thống thanh toán, 53
thẻ thông minh, 54
kho lưu trữ giá trị, 52
đơn vị tính toán, 51
của cải, 50

CÂU HỎI

Tất cả các câu hỏi đều có trong **MyLab Economics** tại www.pearson.com/mylab/economics.

1. Tại sao việc coi tiền chỉ đơn giản là tiền giấy lại không phù hợp?
2. Trong tù, thuốc lá đôi khi được sử dụng giữa các tù nhân như một hình thức thanh toán. Thuốc lá có thể giải quyết được vấn đề "trùng hợp kép về nhu cầu" như thế nào, ngay cả nếu một tù nhân không hút thuốc?
3. Ba hàng hóa được sản xuất trong nền kinh tế bởi ba cá nhân:

Hàng hóa	Nhà sản xuất
Táo	Chủ vườn cây ăn quả
Chuối	Người trồng chuối
Sô-cô-la	Người nấu Sô-cô-la

Nếu chủ vườn quả chỉ thích chuối, người trồng chuối chỉ thích sô-cô-la, và người nấu sôcôla chỉ thích táo, liệu mọi cuộc mua bán giữa ba người này có diễn ra trong nền kinh tế hàng đổi hàng không? Việc đưa tiền vào nền kinh tế sẽ mang lại lợi ích như thế nào cho ba nhà sản xuất này?

4. Tại sao người hang động không cần tiền?
5. Về cơ bản, việc tách ba chức năng của tiền là khá khó khăn. Tiền mọi lúc đều thực hiện ba chức năng của nó, nhưng đôi khi chúng ta có thể nhấn mạnh một chức năng cụ thể. Đối với mỗi tình huống sau, hãy xác định chức năng nào của tiền được nhấn mạnh.

a. Brooke nhận tiền để đổi lấy việc thực hiện các công việc hàng ngày tại văn phòng của cô, vì cô biết mình có thể sử dụng số tiền đó để mua hàng hóa và dịch vụ.

b. Tim muốn tính giá trị tương đối của cam và táo và do đó kiểm tra giá mỗi cân của những hàng hóa này theo đơn vị tiền.

c. Maria đang mang thai. Cô ấy tính rằng các khoản chi tiêu của mình sẽ tăng lên trong tương lai và quyết định tăng số dư trong tài khoản tiết kiệm không kỳ hạn của mình.

6. Ở Brazil, quốc gia trải qua thời kỳ lạm phát cao trước năm 1994, nhiều giao dịch được thực hiện bằng đô la chứ không phải bằng đồng nội tệ. Tại sao?
7. Vào những năm 1950 tiền có phải là vật lưu trữ giá trị tốt hơn ở Hoa Kỳ so với những năm 1970? Tại sao? Bạn muốn giữ tiền trong thời kỳ nào hơn?
8. Tại sao một số nhà kinh tế học lại mô tả tiền trong thời kỳ siêu lạm phát như một "củ khoai nóng" nhanh chóng được truyền từ người này sang người khác?
9. Tại sao những người ở Hoa Kỳ vào thế kỷ XIX đôi khi thích được trả bằng séc hơn là bằng vàng, mặc dù họ biết rằng có khả năng séc bị trả lại?

10. Ở Hy Lạp cổ đại, tại sao vàng phù hợp để sử dụng làm tiền hơn rượu vang?
11. Nếu bạn sử dụng hệ thống thanh toán trực tuyến như PayPal để mua hàng hóa hoặc dịch vụ trên Internet, điều này ảnh hưởng đến cung tiền M1, cung tiền M2, hay cả hai? Giải thích.
12. Xếp hạng các tài sản sau từ thanh khoản cao nhất đến ít thanh khoản nhất:

    a. Tài khoản tiền gửi giao dịch

    b. Nhà cửa

    c. Tiền giấy

    d. Ô tô

    e. Tiền gửi tiết kiệm không kỳ hạn

    f. Cổ phiếu phổ thông
13. Thước đo cung tiền nào của Cục Dự trữ Liên bang— M1 hay M2 — chứa các tài sản có tính thanh khoản cao nhất? Thước đo nào lớn hơn?
14. Bạn có thể dễ dàng tìm thấy một cơ sở kinh doanh có biển báo "vui lòng không dùng séc cá nhân". Trên cơ sở quan sát này, hãy nhận xét về mức độ thanh khoản tương đối của tài khoản giao dịch so với tiền giấy.
15. Đối với mỗi tài sản sau đây, hãy cho biết chúng thuộc thước đo cung tiền nào (M1 hay M2):

    a. Tiền giấy

    b. Quỹ tương hỗ thị trường tiền tệ

    c. Tiền gửi có kỳ hạn mệnh giá nhỏ

    d. Bảng tiền gửi
16. Giả sử bạn muốn kiếm được lợi nhuận từ số dư nhàn rỗi mà bạn có trong tài khoản séc của mình và quyết định mua một số cổ phiếu quỹ tương hỗ thị trường tiền tệ bằng cách viết séc. Nhận xét về ảnh hưởng của hành động của bạn (giả sử mọi thứ khác giống nhau) đối với M1 và M2.
17. Vào tháng 4 năm 2009, so với cùng kỳ năm ngoái, tốc độ tăng của M1 giảm xuống còn 6,1%, trong khi tốc độ tăng của M2 tăng lên 10,3%. Vào tháng 9 năm 2013, tốc độ tăng của cung tiền M1 là 6,5%, trong khi tốc độ tăng của cung tiền M2 là khoảng 8,3%. Các nhà hoạch định chính sách của Cục Dự trữ Liên bang giải thích những thay đổi này trong tỷ lệ tăng trưởng của M1 và M2 như thế nào?
18. Giả sử một nhà nghiên cứu phát hiện ra rằng thước đo tổng số nợ của nền kinh tế Hoa Kỳ trong 20 năm qua là một dự báo tốt hơn về lạm phát và chu kỳ kinh doanh so với M1 hoặc M2. Liệu khám phá này có nghĩa là chúng ta nên định nghĩa tiền là tổng số nợ trong nền kinh tế?

BÀI TẬP ÁP DỤNG

Tất cả các bài tập áp dụng đều có trong **MyLab Economics** tại www.pearson.com/mylab/economics.

19. Bảng dưới đây cho biết các giá trị giả định, tính bằng tỷ đô la, của các dạng tiền khác nhau.

    a. Sử dụng bảng để tính cung tiền M1 và M2 cho mỗi năm, cũng như tốc độ tăng cung tiền M1 và M2 so với năm trước.

    b. Tại sao tốc độ tăng của M1 và M2 lại khác nhau như vậy? Giải thích.

		2018	**2019**	**2020**	**2021**
A.	Tiền giấy	900	920	925	931
B.	Cổ phiếu quỹ tương hỗ thị trường tiền tệ	680	681	679	688
C.	Tiền gửi tiết kiệm không kỳ hạn	5,500	5,780	5,968	6,105
D.	Tài khoản tiền gửi thị trường tiền tệ	1,214	1,245	1,274	1,329
E.	Tiền gửi giao dịch và tiền gửi phát séc	1,000	972	980	993
F.	Tiền gửi có kỳ hạn mệnh giá nhỏ	830	861	1,123	1,566
G.	Séc du lịch	4	4	3	2
H.	Tín phiếu kho bạc kỳ hạn 3 tháng	1,986	2,374	2,436	2,502

BÀI TẬP PHÂN TÍCH DỮ LIỆU

Các bài tập được cập nhật bằng dữ liệu thời gian thực trong MyLab Economics và có thể dùng để thực hành hoặc để làm bài tập lớn.

1. Truy cập cơ sở dữ liệu FRED của Cục Dự trữ Liên bang St. Louis và tìm dữ liệu về tiền tệ (CURRSL), séc du lịch (TVCKSSL), tiền gửi giao dịch (DEMDEPSL) và các khoản tiền gửi giao dịch khác (OCDSL). Tính mức cung tiền M1, và tính phần trăm thay đổi trong tiền M1 và trong từng thành phần của M1 từ tháng có dữ liệu gần nhất với cùng thời điểm một năm trước. Thành phần nào có tốc độ tăng cao nhất? Tốc độ tăng trưởng thấp nhất? Lặp lại các phép tính bằng cách sử dụng dữ liệu từ tháng 1/2000 đến tháng gần nhất có dữ liệu và so sánh kết quả của bạn.
2. Truy cập cơ sở dữ liệu FRED của Cục Dự trữ Liên bang St. Louis và tìm dữ liệu về tiền gửi có kỳ hạn mệnh giá nhỏ (STDSL), tiền gửi tiết kiệm có kỳ hạn và tài khoản tiền gửi thị trường tiền tệ (SAVINGSL) và quỹ thị trường tiền tệ bán lẻ (RMFSL). Tính phần trăm thay đổi của từng thành phần trong ba thành phần này của M2 (không được bao gồm trong M1) từ tháng có dữ liệu gần đây nhất với cùng thời điểm một năm trước. Thành phần nào có tốc độ tăng cao nhất? Tốc độ tăng trưởng thấp nhất? Lặp lại các phép tính bằng cách sử dụng dữ liệu từ tháng 1 năm 2000 đến tháng gần nhất có dữ liệu và so sánh kết quả của bạn. Sử dụng câu trả lời của bạn từ câu hỏi 1 để xác định cái gì tăng nhanh hơn: các thành phần không phải M1 của M2, hay cung tiền M1.

BÀI TẬP WEB

1. Truy cập http://www.federalreserve.gov/releases/h6/Current/.
   a. Tốc độ tăng trưởng của M1 và M2 trong 12 tháng qua là bao nhiêu?
   b. Từ những gì bạn biết về tình trạng nền kinh tế, những tốc độ tăng trưởng này có vẻ mở rộng hay thu hẹp?

TRANG WEB THAM KHẢO

http://www.federalreserve.gov/paymentsystems/default.htm

Trang web này công bố các chính sách của Cục Dự trữ Liên bang liên quan đến hệ thống thanh toán.

http://www.federalreserve.gov/releases/h6/Current/

Cục Dự trữ Liên bang công bố mức M1 và M2 hiện tại trên trang web này.

PHẦN 2

Thị trường Tài chính

Khủng hoảng và Ứng phó: Sự hỗn loạn của thị trường tín dụng và sự sụp đổ của thị trường chứng khoán vào tháng 10 năm 2008

Cuộc khủng hoảng tài chính bắt đầu vào mùa hè năm 2007 bắt đầu xuất hiện khi giá trị của các chứng khoán được đảm bảo bằng vay thế chấp trên bảng cân đối kế toán của các định chế tài chính giảm mạnh. Khi Hạ viện, lo sợ sự phẫn nộ của những cử tri tức giận với các đề xuất cứu trợ Phố Wall, đã bỏ phiếu từ chối gói cứu trợ trị giá 700 tỷ USD do chính quyền Bush đề xuất vào thứ Hai, ngày 29 tháng 9 năm 2008, cuộc khủng hoảng tài chính thậm chí còn trở nên nghiêm trọng hơn, mặc dù gói cứu trợ đã được thông qua bốn ngày sau đó.

Một vụ "tháo chạy tới chất lượng" đã đẩy lãi suất tín phiếu kho bạc ba tháng xuống gần như bằng 0, mức lãi suất chưa từng thấy kể từ cuộc Đại suy thoái những năm 1930. Chênh lệch tín dụng - một chỉ báo về rủi ro - tăng vọt, với khoảng cách giữa lãi suất Eurodollar và tín phiếu Kho bạc (chênh lệch TED) tăng từ khoảng 40 điểm cơ bản (0,40 điểm phần trăm) trước khi cuộc khủng hoảng tài chính bắt đầu lên hơn 450 điểm cơ bản vào giữa tháng 10, giá trị cao nhất trong lịch sử của nó. Sau những đợt sụt giảm mạnh trước đó, thị trường chứng khoán tiếp tục sụp đổ, với tuần bắt đầu vào ngày 6 tháng 10 năm 2008, một tuần giảm điểm tồi tệ nhất trong lịch sử Hoa Kỳ.

Cuộc khủng hoảng tài chính gần đây cho thấy thị trường tài chính dễ biến động tới mức nào. Sự biến động này ảnh hưởng trực tiếp đến những người tiêu dùng tài chính, dẫn đến khó vay vốn, giá trị nhà giảm, giá trị tài khoản hưu trí giảm và khiến việc làm trở nên bấp bênh. Làm thế nào để các chính sách có thể ứng phó với sự gián đoạn trên thị trường tài chính? Chúng ta bắt đầu giải quyết câu hỏi này bằng cách xem xét hoạt động nội tại của thị trường tài chính, đặc biệt là cơ chế của lãi suất. Chương 4 giải thích lãi suất là gì, cũng như các mối quan hệ giữa lãi suất, giá trái phiếu và lợi suất. Chương 5 xem xét cách xác định mức lãi suất tổng thể. Trong Chương 6, chúng ta phân tích thị trường trái phiếu để giải thích những thay đổi trong chênh lệch tín dụng và mối quan hệ của lãi suất dài hạn với ngắn hạn. Chương 7 xem xét vai trò của kỳ vọng trên thị trường chứng khoán và khám phá các tác nhân của giá cổ phiếu.

4 Ý nghĩa của Lãi suất

Mục tiêu học tập

- Tính giá trị hiện tại của các dòng tiền trong tương lai và lãi suất đáo hạn của bốn loại công cụ thị trường tín dụng.
- Phân biệt giữa lãi suất đáo hạn, lãi suất hiện hành, tỷ suất lợi nhuận và tỷ suất lãi vốn.
- Giải thích sự khác biệt giữa lãi suất thực và lãi suất danh nghĩa.

Giới thiệu

Lãi suất là một trong những biến số được theo dõi chặt chẽ nhất trong nền kinh tế. Các biến động lãi suất được báo chí đưa tin gần như hàng ngày vì chúng ảnh hưởng trực tiếp đến cuộc sống của chúng ta và rất quan trọng đối với sức khỏe của nền kinh tế. Chúng ảnh hưởng đến các quyết định cá nhân như nên tiêu dùng hay tiết kiệm, có nên mua nhà, nên mua trái phiếu hay chuyển tiền vào tài khoản tiết kiệm không kỳ hạn... Lãi suất cũng ảnh hưởng đến các quyết định kinh tế của các doanh nghiệp và hộ gia đình, chẳng hạn như có nên dùng quỹ của họ để đầu tư vào thiết bị mới cho nhà máy không, hoặc là tiết kiệm thì hơn hay tiêu tiền thì hơn.

Trước khi tiếp tục nghiên cứu về tiền, ngân hàng và thị trường tài chính, chúng ta phải hiểu chính xác nghĩa của cụm từ *lãi suất*. Trong chương này, chúng ta sẽ thấy rằng một khái niệm có tên là *lãi suất đáo hạn* là thước đo chính xác nhất của lãi suất; khi các nhà kinh tế sử dụng thuật ngữ lãi suất họ đang muốn nói tới lãi suất đáo hạn. Chúng ta sẽ thảo luận về cách đo lường lãi suất đáo hạn. Chúng ta cũng sẽ thấy rằng lãi suất của trái phiếu không hẳn cho thấy khoản đầu tư trái phiếu đó tốt như thế nào, bởi vì những gì trái phiếu kiếm được (lợi suất của nó) không nhất thiết phải bằng lãi suất. Cuối cùng, chúng ta sẽ tìm hiểu sự khác biệt giữa lãi suất thực, được điều chỉnh theo lạm phát và lãi suất danh nghĩa, không được điều chỉnh theo lạm phát.

Mặc dù việc học các định nghĩa không phải lúc nào cũng thú vị, nhưng việc đọc kỹ và hiểu các khái niệm được trình bày trong chương này là cực kỳ quan trọng. Chúng không chỉ được sử dụng liên tục trong suốt phần còn lại của cuốn sách này, mà việc nắm chắc các thuật ngữ này sẽ giúp bạn hiểu rõ hơn về vai trò của lãi suất đối với cuộc sống của bạn cũng như trong nền kinh tế nói chung.

ĐO LƯỜNG LÃI SUẤT

Các công cụ nợ khác nhau có các luồng thanh toán tiền mặt (được gọi là **dòng tiền**) rất khác nhau cho người nắm giữ, với thời gian rất khác nhau. Vì vậy, trước tiên chúng ta cần hiểu cách so sánh giá trị của một loại công cụ nợ này với giá trị của một loại công cụ nợ khác trước khi chúng ta xem lãi suất được đo lường như thế nào. Để làm điều này, chúng ta sử dụng khái niệm giá trị hiện tại.

Giá trị hiện tại

Khái niệm **giá trị hiện tại** (hoặc **giá trị chiết khấu hiện tại**) dựa trên luận điểm: một đô la bạn nhận được một năm sau ít giá trị hơn một đô la bạn nhận được ngày hôm nay. Luận điểm này chính xác vì bạn có thể gửi một đô la ngày hôm nay vào tài khoản tiết kiệm không kỳ hạn để kiếm lãi và sẽ có nhiều hơn một đô la sau một năm. Các nhà kinh tế học có một định nghĩa chính thức hơn, như phần này sẽ giải thích.

Hãy xem xét loại công cụ nợ đơn giản nhất, mà chúng ta sẽ gọi là một khoản **vay đơn**. Trong khoản vay này, người cho vay cấp cho người vay một lượng quỹ (được gọi là *tiền gốc*) sẽ phải được hoàn trả cho người cho vay vào *ngày đáo hạn*, cùng với một khoản thanh toán tiền lãi bổ sung. Ví dụ: nếu bạn cho bạn mình, Jane, vay một khoản vay đơn 100 đô la trong một năm, bạn sẽ yêu cầu cô ấy trả tiền gốc 100 đô la trong thời gian một năm, cùng với một khoản thanh toán tiền lãi bổ sung - giả sử là 10 đô la. Trong trường hợp một khoản vay đơn như thế này, việc lấy tiền lãi chia cho số tiền của khoản vay là một cách tự nhiên và hợp lý để đo lãi suất. Thước đo *lãi suất đơn*, *i*, là

$$i = \frac{10}{100} = 0{,}10 = 10\%$$

Nếu bạn thực hiện khoản vay 100 đô la này, vào cuối năm bạn sẽ có 110 đô la, có thể được viết lại là

$$100 \times (1 + 0{,}10) = 110$$

Nếu sau đó bạn cho vay 110 đô la với cùng lãi suất, vào cuối năm thứ hai, bạn sẽ có

$$110 \times (1 + 0{,}10) = 121$$

hoặc tương đương,

$$100 \times (1 + 0{,}10) \times (1 + 1{,}10) = 100 \times (1 + 1{,}10)^2 = 121$$

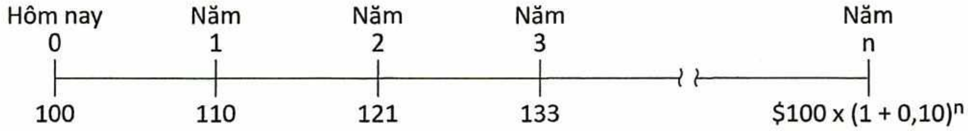
Tiếp tục với khoản vay một lần nữa, vào cuối năm thứ ba, bạn sẽ có

$$121 \times (1 + 0{,}10) = 100 \times (1 + 0{,}10)^3 = 133$$

Khái quát hóa, chúng ta có thể thấy rằng vào cuối n năm, 100 đô la của bạn sẽ biến thành

$$100 \times (1 + i)^n$$

Số tiền bạn sẽ có vào cuối mỗi năm bằng cách thực hiện khoản vay 100 đô la ngày hôm nay có thể được mô tả trong dòng thời gian sau:



Dòng thời gian này chỉ ra rõ ràng rằng mức hạnh phúc của bạn khi có 100 đô la hôm nay cũng bằng với việc bạn sẽ có 110 đô la một năm kể từ bây giờ (tất nhiên, muốn vậy bạn vẫn phải chắc chắn rằng Jane sẽ trả lại cho bạn). Bạn cũng hạnh phúc khi có 100 đô la ngày hôm nay như bạn sẽ có 121 đô la trong hai năm kể từ bây giờ, hoặc 133 đô la trong ba năm tới, hoặc 100 x $(1 + 0{,}10)^n$ đô la trong n năm kể từ bây giờ. Dòng thời gian chỉ ra rằng chúng ta cũng có thể tính lùi từ số tiền trong tương lai đến hiện tại. Ví dụ: 133 đô la = 100 đô la x $(1 + 0{,}10)^{33}$ năm kể từ bây giờ trị giá 100 đô la hôm nay, vì vậy

$$100 = \frac{133}{(1 + 0{,}10)^3}$$

Quá trình tính toán giá trị ngày hôm nay của số tiền nhận được trong tương lai, như chúng ta đã thực hiện ở trên, được gọi là *chiết khấu tương lai*. Chúng ta có thể khái quát quá trình này bằng cách ký hiệu giá trị hôm nay (hiện tại) là 100 đô la là *PV* và dòng tiền trong tương lai (thanh toán) 133 đô la là *CF*, và sau đó thay 0,10 (lãi suất 10%) bằng *i*. Điều này dẫn đến công thức sau:

$$PV = \frac{CF}{(1+i)^n} \tag{1}$$

Phương trình 1 cho chúng ta biết một cách trực quan rằng nếu bạn được hứa chắc chắn dòng tiền 1 đô la, trong mười năm kể từ bây giờ, đồng đô la này sẽ không có giá trị đối với bạn như 1 đô la ngày hôm nay bởi vì nếu bạn có 1 đô la hôm nay, bạn có thể đầu tư nó và có hơn 1 đô la trong mười năm.

Khái niệm giá trị hiện tại cực kỳ hữu ích, bởi vì nó cho phép chúng ta tìm ra giá trị (giá) ngày hôm nay của một công cụ thị trường tín dụng (nợ) ở một mức lãi suất đơn nhất định *i* bằng cách cộng các giá trị hiện tại riêng lẻ của tất cả các khoản thanh toán nhận được trong tương lai. Thông tin này cho phép chúng ta so sánh giá trị của hai hoặc nhiều công cụ có thời gian thanh toán rất khác nhau.

ỨNG DỤNG Giá trị hiện tại đơn

Giá trị hiện tại của 250 phải trả trong hai năm là bao nhiêu nếu lãi suất là 15%?

Lời giải

Giá trị hiện tại sẽ là 189,04. Chúng ta tìm được giá trị này bằng cách sử dụng Phương trình 1,

$$PV = \frac{CF}{(1+i)^n}$$

trong đó

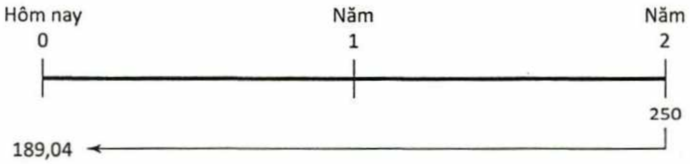
CF = dòng tiền trong hai năm = 250

i = lãi suất hàng năm = 0,15

n = số năm = 2

Như vậy

$$PV = \frac{250}{(1+0,15)^2} = \frac{250}{1,3225} = 189,04$$



ỨNG DỤNG Jackpot Đó Trị Giá Bao Nhiêu?

Giả sử bạn vừa trúng giải độc đắc 20 triệu đô la Xổ số bang New York, hứa sẽ chi trả khoản tiền 1 triệu đô la cho bạn mỗi năm trong 20 năm tới. Rõ ràng là bạn rất hào hứng, nhưng có phải bạn đã thực sự giành được 20 triệu đô la?

Lời giải
Đáp án là không, không phải theo nghĩa giá trị hiện tại. Tính theo đô la ngày nay, 20 triệu đô la đó ít hơn rất nhiều. Nếu chúng ta giả định lãi suất là 10% như trong các ví dụ trước đó, khoản thanh toán đầu tiên 1 triệu đô la rõ ràng có giá trị 1 triệu đô la ngày hôm nay, nhưng khoản thanh toán thứ hai vào năm sau chỉ trị giá 1 triệu đô la/$(1 + 0{,}10)$ = 909,090 đô la, bé hơn 1 triệu đô la. Năm sau, khoản thanh toán có trị giá 1 triệu đô la/$(1 + 0{,}10)^2$ = 826,446 đô la theo đô la ngày nay, v.v. Khi bạn cộng tất cả các khoản này, chúng có giá trị tổng cộng là 9,4 triệu đô la. Bạn sẽ vẫn khá vui (ai mà không chứ?), Nhưng vì bạn hiểu khái niệm giá trị hiện tại, bạn nhận ra rằng mình là nạn nhân của quảng cáo sai sự thật. Theo giá trị hiện tại, bạn không thực sự trúng 20 triệu đô la, thay vào đó, số tiền bạn đã trúng ít hơn một nửa con số đó. (Và còn là trước thuế!) ◆

Bốn loại công cụ của thị trường tín dụng

Về thời điểm thanh toán dòng tiền, có bốn loại công cụ thị trường tín dụng cơ bản.

1. Vay đơn, mà chúng ta đã thảo luận ở trên, người cho vay cung cấp cho người đi vay một lượng quỹ và nó phải được hoàn trả cho người cho vay vào ngày đáo hạn, cùng với một khoản thanh toán lãi. Nhiều công cụ thị trường tiền tệ thuộc loại này - ví dụ, các khoản vay thương mại ngắn hạn cho các doanh nghiệp.
2. **Vay thanh toán cố định** (còn được gọi là **vay phân bổ toàn phần***), trong đó người cho vay cung cấp cho người đi vay một khoản tiền mà người đi vay phải hoàn trả một lượng thanh toán bằng nhau mỗi kỳ (chẳng hạn như một tháng), bao gồm một phần gốc và lãi, trong một số năm nhất định. Ví dụ: nếu bạn vay 1.000 đô la, một khoản vay thanh toán cố định sẽ yêu cầu bạn trả 126 đô la mỗi năm trong 25 năm. Vay trả góp (chẳng hạn như vay mua ô tô) và vay thế chấp thường thuộc loại thanh toán cố định.
3. **Trái phiếu coupon** trả cho người sở hữu trái phiếu một khoản lãi cố định (thanh toán coupon) hàng năm cho đến ngày đáo hạn, khi một số tiền cuối cùng xác định (**mệnh giá**) được hoàn trả. (Khoản thanh toán coupon được đặt tên như vậy bởi vì trong quá khứ, người mua trái phiếu nhận được khoản thanh toán bằng cách cắt một coupon ra khỏi trái phiếu và gửi cho người phát hành trái phiếu, sau đó người phát hành gửi khoản thanh toán cho người nắm giữ. Ngày nay, không cần phải gửi coupon để nhận thanh toán nữa.) Ví dụ: trái phiếu coupon có mệnh giá 1.000 đô la, có thể trả cho bạn khoản thanh toán coupon 100 đô la mỗi năm trong 10 năm, và sau đó hoàn trả cho bạn số tiền mệnh giá 1.000 đô la vào ngày đáo hạn. (Mệnh giá của trái phiếu thường là 1.000 đô la.)

   Trái phiếu coupon được xác định bằng bốn thông tin: Thứ nhất là mệnh giá của trái phiếu; thứ hai là công ty hoặc cơ quan chính phủ phát hành trái phiếu; thứ ba là ngày đáo hạn của trái phiếu; và thứ tư là **lãi suất coupon** của trái phiếu, là số tiền thanh toán coupon hàng năm được biểu thị bằng tỷ lệ phần trăm của mệnh giá trái phiếu. Trong ví dụ của chúng ta, trái phiếu coupon có khoản thanh toán coupon hàng năm là 100 đô la và mệnh giá là 1.000 đô la. Tỷ lệ coupon là 100/1.000 = 0,10, hoặc 10%. Các công cụ thị trường vốn như trái phiếu kho bạc trung hạn và dài hạn Hoa Kỳ và trái phiếu công ty là những ví dụ về trái phiếu coupon.
4. **Trái phiếu chiết khấu** (còn được gọi là **trái phiếu zero-coupon**) được mua với giá thấp hơn mệnh giá của nó (chiết khấu), và mệnh giá được hoàn trả vào ngày đáo hạn. Không giống như trái phiếu coupon, trái phiếu chiết khấu không thực hiện bất kỳ khoản thanh toán lãi nào; nó chỉ trả lại mệnh giá. Ví dụ, trái phiếu chiết khấu một năm có mệnh giá 1.000 đô la có thể được mua với giá 900 đô la; trong một năm, chủ sở hữu

*Thuật ngữ *amortization* trong *fully amortized loan* có hai cách hiểu, một là khấu hao nếu dùng cho các tài sản cố định vô hình, và hai là phân bổ để trả dần số tiền gốc nếu dùng cho các khoản vay. Và toàn phần ở đây là để phân biệt với vay phân bổ từng phần.

sẽ được hoàn trả mệnh giá 1.000 đô la. Tín phiếu Kho bạc Hoa Kỳ, trái phiếu tiết kiệm Hoa Kỳ, và trái phiếu zero-coupon dài hạn là những ví dụ về trái phiếu chiết khấu.

Bốn loại công cụ này thực hiện thanh toán vào các thời điểm khác nhau: Các khoản vay đơn và trái phiếu chiết khấu chỉ thực hiện thanh toán vào ngày đáo hạn, trong khi các khoản vay thanh toán cố định và trái phiếu coupon thực hiện thanh toán định kỳ cho đến khi đáo hạn. Làm thế nào để bạn quyết định công cụ nào trong số này sẽ mang lại cho bạn thu nhập cao nhất? Vì thực hiện thanh toán vào những thời điểm khác nhau nên rất khó để so sánh thu nhập của chúng. Để giải quyết vấn đề này, chúng ta sử dụng khái niệm giá trị hiện tại, đã được giải thích ở phần trước, để đo lường lãi suất của các công cụ này.

Lãi suất đáo hạn

Trong những cách tính lãi suất phổ biến, quan trọng nhất là **lãi suất đáo hạn***, là lãi suất làm giá trị hiện tại của các dòng tiền nhận được từ một công cụ nợ cân bằng với giá trị của nó hôm nay.[1] Bởi vì việc tính toán lãi suất đáo hạn dựa trên các hàm ý kinh tế, các nhà kinh tế coi đây là thước đo chính xác nhất của lãi suất.

* Từ *yield* hàm ý chỉ thu nhập mà một khoản đầu tư mang lại (tiền lãi *coupon* hoặc cổ tức) chia cho giá trị đầu tư ban đầu, nó có nghĩa là lợi suất, tuy nhiên trong bối cảnh của trái phiếu, vì thu nhập chỉ là lãi *coupon* nên ta có thể dùng *yield to maturity* là lãi suất đáo hạn.

Để hiểu rõ hơn về lãi suất đáo hạn, hãy tính lãi suất đáo hạn của bốn loại công cụ thị trường tín dụng ở trên. Trong tất cả các ví dụ này, chìa khóa để hiểu cách tính lãi suất đáo hạn là chúng ta đang cân bằng giá trị ngày hôm nay của công cụ nợ với giá trị hiện tại của tất cả các dòng tiền chi trả trong tương lai của nó.

Vay đơn Sử dụng khái niệm giá trị hiện tại, lãi suất đáo hạn của một khoản vay đơn rất dễ tính toán. Đối với khoản vay một năm đã nhắc tới ở trên, giá trị hôm nay là 100 đô la và giá trị thanh toán năm sau sẽ là 110 đô la (100 đô la trả lại cộng với khoản trả lãi 10 đô la). Chúng ta có thể sử dụng thông tin này để tìm lãi suất đáo hạn i sao cho giá trị hiện tại của các khoản thanh toán trong tương lai phải bằng giá trị hiện tại của khoản vay.

ỨNG DỤNG Lãi suất đáo hạn của vay đơn

Nếu Pete vay em gái 100 đô la và năm sau cô ấy muốn anh mình trả lại 110 đô la, thì lãi suất đáo hạn của khoản vay này là bao nhiêu?

Lời giải
Lãi suất đáo hạn của khoản vay là 10%.

$$PV = \frac{CF}{(1+i)^n}$$

trong đó

PV = số tiền đã vay	= 100
CF = dòng tiền trong một năm	= 110
n = số năm	= 1

[1]Trong các bối cảnh khác, lãi suất đáo hạn có thể được hiểu là tỷ suất hoàn vốn nội bộ. (ND: IRR, tỷ suất hoàn vốn nội bộ là mức chiết khấu làm cho một khoản đầu tư đạt trạng thái cân bằng giữa chi phí và thu nhập. Ở phía trên tác giả đã chú thích lãi suất đáo hạn có thể coi là IRR của khoản đầu tư trái phiếu.)

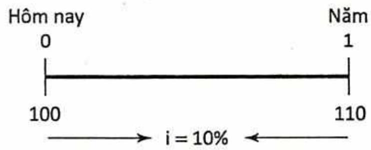
Như vậy

$$100 = \frac{110}{(1+i)}$$

$$(1+i)100 = 110$$

$$(1+i) = \frac{110}{100}$$

$$i = 1{,}10 - 1 = 0{,}10 = 10\%$$



Cách tính lãi suất đáo hạn này khá quen thuộc vì nó bằng tiền lãi 10 đô la chia cho số tiền vay là 100 đô la; nghĩa là, nó bằng lãi suất đơn của khoản vay. Một điểm quan trọng ở đây là ***đối với vay đơn, lãi suất đơn bằng với lãi suất đáo hạn.*** Do đó, thuật ngữ *i* được sử dụng để biểu thị cả lãi suất đáo hạn và lãi suất đơn.

Vay Thanh toán Cố định Loại vay này có dòng tiền thanh toán bằng nhau vào mỗi kỳ trong suốt thời gian của khoản vay. Ví dụ, đối với một khoản vay thế chấp lãi suất cố định, mỗi tháng người đi vay trả cùng một số tiền cho ngân hàng cho đến ngày đáo hạn, lúc đó khoản vay sẽ được trả hết. Để tính lãi suất đáo hạn cho một khoản vay thanh toán cố định, chúng ta sử dụng cùng cách tính toán với khoản vay đơn—cân bằng giá trị ngày hôm nay của khoản vay với giá trị hiện tại của nó. Vì khoản vay thanh toán cố định có nhiều dòng tiền thanh toán, giá trị hiện tại của khoản vay thanh toán cố định được tính (sử dụng Công thức 1) bằng tổng giá trị hiện tại của tất cả các dòng tiền thanh toán.

Trong trường hợp ví dụ trước đó của chúng ta, khoản vay là 1.000 đô la và khoản thanh toán hàng năm là 126 đô la trong 25 năm tiếp theo. Giá trị hiện tại (PV) được tính như sau: Vào cuối một năm, có một khoản thanh toán 126 đô la với PV là $126/(1 + i)$; vào cuối hai năm, có một khoản thanh toán 126 đô la khác với PV là $126/(1 + i)^2$ và cứ tiếp tục như vậy cho đến khi kết thúc năm thứ hai mươi lăm, khoản thanh toán cuối cùng là 126 đô la với PV là $126\ (1 + i)^{25}$ được thực hiện. Cân bằng giá trị ngày hôm nay của khoản vay (1.000 đô la) với tổng giá trị hiện tại của tất cả các khoản thanh toán hàng năm mang lại cho chúng ta

$$1.000 = \frac{126}{1+i} + \frac{126}{(1+i)^2} + \frac{126}{(1+i)^3} + \ldots + \frac{126}{(1+i)^{25}}$$

Hoặc khái quát, đối với bất kỳ khoản vay thanh toán cố định nào,

$$LV = \frac{FP}{1+i} + \frac{FP}{(1+i)^2} + \frac{FP}{(1+i)^3} + \ldots + \frac{FP}{(1+i)^n} \quad (2)$$

trong đó LV = giá trị khoản vay
FP = khoản thanh toán cố định hàng năm
n = số năm cho đến khi đáo hạn

Đối với một khoản vay thanh toán cố định, giá trị khoản vay, khoản thanh toán cố định hàng năm và số năm cho đến khi đáo hạn là những đại lượng đã biết, và chỉ có lãi suất đáo hạn là chưa biết. Vì vậy, chúng ta có thể giải phương trình này tìm lãi suất đáo hạn i. Bởi vì việc tính toán này không dễ dàng, nhiều máy tính tài chính đã lập trình cho phép bạn tìm i khi cung cấp các giá trị LV, FP và n. Ví dụ, trong trường hợp vay 1.000 đô la trong 25 năm với các khoản thanh toán hàng năm là 85,81 đô la, lãi suất đáo hạn thu được từ việc giải Phương trình 2 là 7%. Các nhà môi giới bất động sản luôn có một máy tính tài chính tiện dụng có thể giải các phương trình như vậy để họ có thể ngay lập tức cho người mua nhà tương lai biết chính xác số tiền phải trả hàng năm (hoặc hàng tháng) nếu khoản mua nhà được tài trợ bằng vay thế chấp.

ỨNG DỤNG Lãi suất đáo hạn và Số tiền thanh toán hàng năm của Vay Thanh toán Cố định

Bạn quyết định mua một ngôi nhà mới và cần vay thế chấp 100.000 đô la. Bạn vay từ ngân hàng với lãi suất là 7%. Số tiền thanh toán hàng năm cho ngân hàng là bao nhiêu nếu bạn muốn trả hết khoản vay trong hai mươi năm?

Lời giải
Số tiền thanh toán hàng năm cho ngân hàng là 9.439,29 đô la.

$$LV = \frac{FP}{1+i} + \frac{FP}{(1+i)^2} + \frac{FP}{(1+i)^3} + \ldots + \frac{FP}{(1+i)^n}$$

trong đó LV = giá trị khoản vay = 100.000
i = lãi suất hàng năm = 0,07
n = số năm = 20

Như vậy

$$\$100.000 = \frac{FP}{1+0.07} + \frac{FP}{(1+0.07)^2} + \frac{FP}{(1+0.07)^3} + \ldots + \frac{FP}{(1+0.07)^{20}}$$

Để tìm số tiền thanh toán hàng tháng bằng máy tính tài chính:

n = số năm = 20
PV = số tiền cho vay (LV) = 100.000
FV = số tiền vay sau 20 năm = 0
i = lãi suất hàng năm = 0,07

Sau đó, nhấn nút *PMT* để nhận khoản thanh toán cố định hàng năm (FP) = 9.439,29. •

Trái phiếu coupon Để tính lãi suất đáo hạn cho trái phiếu coupon, hãy thực hiện cùng chiến lược: Cân bằng giá trị ngày hôm nay của trái phiếu với giá trị hiện tại của nó. Bởi vì trái phiếu coupon có nhiều hơn một dòng tiền thanh toán, giá trị hiện tại của trái phiếu được tính bằng tổng giá trị hiện tại của tất cả các khoản thanh toán coupon cộng với giá trị hiện tại của khoản thanh toán cuối cùng của mệnh giá trái phiếu.

Giá trị hiện tại của trái phiếu mệnh giá 1.000 đô la với thời gian đáo hạn 10 năm và các khoản thanh toán bằng coupon hàng năm là 100 đô la (tỷ lệ coupon 10%) có thể được tính như sau: Vào cuối năm đầu, có một khoản thanh toán bằng coupon 100 đô la với PV là $100/(1 + i)$; vào cuối năm thứ hai, có một khoản thanh toán coupon 100 đô la khác với PV là $100/(1 + i)^2$; và cứ tiếp tục như vậy cho đến khi đáo hạn, có khoản thanh toán coupon 100 đô la với PV là $100/(1 + i)^{10}$ cộng với khoản hoàn trả của mệnh giá 1.000 đô la với PV là $1.000/(1 + i)^{10}$. Cân bằng giá trị ngày hôm nay của trái phiếu (giá hiện tại của nó, ký hiệu là P) với tổng giá trị hiện tại của tất cả các khoản thanh toán dòng tiền cho trái phiếu ta có

$$P = \frac{100}{1+i} + \frac{100}{(1+i)^2} + \frac{100}{(1+i)^3} + \ldots + \frac{100}{(1+i)^{10}} + \frac{1.000}{(1+i)^{10}}$$

Khái quát hóa, đối với bất kỳ trái phiếu coupon nào,[2]

$$P = \frac{C}{1+i} + \frac{C}{(1+i)^2} + \frac{C}{(1+i)^3} + \ldots + \frac{C}{(1+i)^n} + \frac{F}{(1+i)^n} \tag{3}$$

trong đó

P = giá của trái phiếu coupon
C = tiền thanh toán coupon hàng năm
F = mệnh giá của trái phiếu
n = năm đến ngày đáo hạn

Trong phương trình 3, tiền thanh toán coupon, mệnh giá, số năm đến hạn và giá của trái phiếu là những giá trị đã biết, và chỉ có lãi suất đáo hạn là không. Do đó, chúng ta có thể giải phương trình này cho lãi suất đáo hạn i. Như trong trường hợp khoản vay thanh toán cố định, việc tính toán này không dễ dàng, vì vậy các phần mềm kinh doanh và máy tính tài chính có chương trình tích hợp sẵn để giải phương trình cho bạn.

ỨNG DỤNG Lãi suất đáo hạn và giá của trái phiếu coupon

Tìm giá của một trái phiếu coupon 10% với mệnh giá 1.000 đô la, lợi suất đáo hạn 12,25% và đáo hạn sau tám năm.

Lời giải
Giá của trái phiếu là 889,20 đô la. Để giải bằng máy tính tài chính:

n = số năm đáo hạn = 8
FV = mệnh giá của trái phiếu (F) = 1.000
i = lãi suất đáo hạn = 12,25%
PMT = thanh toán coupon hàng năm (C) = 100

Sau đó nhấn nút PV để nhận được giá của trái phiếu = 889,20 đô la.

[2]Hầu hết trái phiếu coupon thực sự thực hiện thanh toán coupon trên cơ sở nửa năm một lần thay vì mỗi năm một lần như chúng ta đang giả định ở đây. Ảnh hưởng đến các phép tính là rất nhỏ và ở đây sẽ được bỏ qua.

Hoặc bạn có thể giải tìm lãi suất đáo hạn với giá cho trước bằng cách nhập 889,20 cho *PV* và nhấn *i* để tìm giá trị *YTM* là 12,25%. •

Bảng 1 cho biết lãi suất đáo hạn tương ứng với một số giá trái phiếu cho trước. Có ba nhận xét khá thú vị:

1. Khi trái phiếu coupon có giá bằng mệnh giá, lãi suất đáo hạn bằng với lãi suất coupon.
2. Giá của trái phiếu coupon và lãi suất đáo hạn có quan hệ nghịch biến; nghĩa là, khi lãi suất đáo hạn tăng lên, giá của trái phiếu giảm. Khi lãi suất đáo hạn giảm, giá của trái phiếu tăng lên.
3. Lãi suất đáo hạn lớn hơn lãi suất trái phiếu khi giá trái phiếu thấp hơn mệnh giá và nhỏ hơn lãi suất trái phiếu khi giá trái phiếu cao hơn mệnh giá.

Ba nhận xét này đúng với bất kỳ trái phiếu coupon nào và nếu bạn nhìn vào bản chất của việc tính toán lãi suất đáo hạn thì nó hoàn toàn hợp lý. Khi bạn gửi 1.000 đô la vào tài khoản ngân hàng với lãi suất 10%, bạn có thể rút ra 100 đô la mỗi năm và bạn sẽ còn lại 1.000 đô la vào cuối năm thứ mười. Quá trình này tương tự như mua trái phiếu 1.000 đô la với lãi suất coupon 10% được phân tích trong Bảng 1, trả coupon 100 đô la mỗi năm và sau đó trả lại 1.000 đô la vào cuối mười năm. Nếu trái phiếu được mua ở mệnh giá 1.000 đô la, lãi suất đáo hạn của trái phiếu phải bằng 10%, cũng bằng với lãi suất coupon là 10%. Ta có thể lập luận tương tự cho bất kỳ trái phiếu coupon nào, chứng minh rằng nếu trái phiếu coupon được mua bằng mệnh giá của nó lãi suất đáo hạn và lãi suất coupon phải bằng nhau.

Việc chứng minh tương quan nghịch giữa giá trái phiếu và lợi suất đáo hạn là khá đơn giản. Khi *i*, lãi suất đáo hạn tăng, tất cả các mẫu số trong công thức giá trái phiếu (Công thức 3) phải tăng, bởi vì i tăng làm giảm giá trị hiện tại của tất cả các dòng tiền thanh toán trong tương lai cho trái phiếu này. Do đó, lãi suất, được đo bằng lãi suất đáo hạn, tăng có nghĩa là giá trái phiếu phải giảm. Một cách khác để giải thích tại sao giá trái phiếu giảm khi lãi suất tăng là lãi suất cao hơn ngụ ý rằng các khoản thanh toán coupon trong tương lai và khoản thanh toán cuối cùng có giá trị thấp hơn khi chiết khấu về hiện tại; do đó giá của trái phiếu phải thấp hơn.

Quan sát thứ ba, lãi suất đáo hạn lớn hơn lãi suất trái phiếu khi giá trái phiếu thấp hơn mệnh giá của nó, là hệ quả trực tiếp của 1 và 2. Khi lãi suất đáo hạn bằng với lãi suất coupon, thì giá trái phiếu bằng mệnh giá; khi lãi suất đáo hạn tăng cao hơn lãi suất coupon, giá trái phiếu phải giảm và do đó phải thấp hơn mệnh giá của trái phiếu.

BẢNG 1 **Lãi suất đáo hạn của trái phiếu 10% coupon - đáo hạn trong 10 năm (Mệnh giá = 1.000)**

Giá trái phiếu (đô la)	Lãi suất đáo hạn (%)
1.200	7,13
1.100	8,48
1.000	10,00
900	11,75
800	13,81

Có một trường hợp đặc biệt của trái phiếu coupon ta nên thảo luận một chút vì lãi suất đáo hạn của nó đặc biệt dễ tính toán. Trái phiếu này được gọi là **consol** hay **niên kim vĩnh viễn**; đây là một trái phiếu vĩnh viễn không có ngày đáo hạn và không phải trả nợ gốc, thực hiện các khoản thanh toán coupon cố định C mãi mãi. Consol được bán lần đầu tiên bởi Kho bạc Anh trong cuộc chiến Napoléon* và vẫn được giao dịch cho đến ngày nay; Tuy nhiên, chúng khá hiếm tại Mỹ. Công thức trong Công thức 3 cho giá của consol P_c đơn giản hóa như sau:[3]

* Chiến tranh Napoléon (1803-1815) là một loạt các cuộc chiến trong thời hoàng đế Napoléon Bonaparte trị vì nước Pháp, diễn ra giữa các khối liên minh các nước châu Âu chống lại Đế chế thứ nhất.

$$P_c = \frac{C}{i_c} \tag{4}$$

trong đó P_c = Giá của consol
C = thanh toán hàng năm
i_c = lãi suất đáo hạn của consol.

Một tính năng thú vị của niên kim vĩnh viễn là bạn có thể thấy ngay rằng khi i_c tăng, giá của trái phiếu sẽ giảm. Ví dụ, nếu một công ty trả vĩnh viễn 100 đô la mỗi năm và lãi suất là 10%, giá của nó sẽ là 1.000 = 100/0,10. Nếu lãi suất tăng lên 20%, giá của nó sẽ giảm xuống còn 500 = 100/0,20. Chúng ta có thể viết lại công thức này thành

$$i_c = \frac{C}{P_c} \tag{5}$$

ỨNG DỤNG Lãi suất đáo hạn của niên kim vĩnh viễn

Lãi suất đáo hạn của một trái phiếu có giá 2.000 đô la và trả lãi vĩnh viễn 100 đô la hàng năm là bao nhiêu?

Lời giải
Lãi suất đáo hạn là 5%.

$$i_c = \frac{C}{P_c}$$

[3]Công thức giá trái phiếu cho một consol là

$$P = \frac{C}{1+i} + \frac{C}{(1+i)^2} + \frac{C}{(1+i)^3} + \ldots$$

có thể được viết lại là

$$P = C(x + x^2 + x^3 + \ldots)$$

trong đó $x = (1/(1+i)$. Công thức cho một tổng vô hạn là

$$1 + x + x^2 + x^3 + \ldots = \frac{1}{1-x}$$

và vì thế

$$P = C\left(\frac{1}{1-x} - 1\right) = C\left[\frac{1}{1-1/(1+i)} - 1\right]$$

Sau khi biến đổi đại số phù hợp trở thành

$$P = C\left(\frac{1+i}{i} - \frac{i}{i}\right) = \frac{C}{i}$$

trong đó C = thanh toán hàng năm = 100 đô la
P_c = giá consol = 2.000 đô la

Như vậy

$$i_c = \frac{100}{2.000}$$

$$i_c = 0,05 = 5\%$$

Công thức được đưa ra trong Phương trình 5 mô tả việc tính toán lãi suất đáo hạn cho một thời gian dài, cũng cung cấp một giá trị gần đúng hữu ích cho lãi suất đáo hạn của trái phiếu coupon. Khi một trái phiếu coupon có thời gian đáo hạn dài (giả sử là 20 năm hoặc hơn), nó giống như một trái phiếu vĩnh viễn, trả các khoản thanh toán coupon mãi mãi. Điều này là do các dòng tiền trong hơn 20 năm trong tương lai có giá trị chiết khấu hiện tại nhỏ đến mức giá trị của trái phiếu dài hạn rất gần với giá trị của trái phiếu vĩnh viễn có cùng lãi suất. Do đó ic trong Phương trình 5 sẽ rất gần với lãi suất đáo hạn của bất kỳ trái phiếu dài hạn nào. Vì lý do này, i_c, khoản thanh toán bằng coupon hàng năm chia cho giá của chứng khoán, đã được đặt tên là **lãi suất hiện hành** và thường được sử dụng như một giá trị gần đúng để mô tả lãi suất trái phiếu dài hạn.

Trái phiếu chiết khấu Cách tính lợi suất đáo hạn của trái phiếu chiết khấu tương tự như đối với một khoản vay đơn. Chúng ta hãy xem xét một trái phiếu chiết khấu chẳng hạn như một tín phiếu Kho bạc Hoa Kỳ một năm trả mệnh giá 1.000 đô la trong thời gian một năm nhưng ngày nay có giá là 900 đô la.

ỨNG DỤNG Lãi suất đáo hạn trái phiếu chiết khấu

Lãi suất đáo hạn của một tín phiếu kho bạc 1.000 đô la một năm với giá hiện tại là 900 đô la là bao nhiêu?

Lời giải
Lãi suất đáo hạn là 11,1%.
Sử dụng công thức giá trị hiện tại,

$$PV = \frac{CF}{(1+i)^n}$$

Với giá trị hiện tại (PV) bằng giá hiện nay là 900 đô la, dòng tiền trong một năm là 1.000 đô la và số năm là 1, chúng ta có thể viết:

$$900 = \frac{1.000}{1+i}$$

Giải tìm i, chúng ta nhận được

$$(1+i) \times 900 = 1.000$$

$$900 + 900i = 1.000$$

$$900i = 1.000 - 900$$

$$i = \frac{1.000 - 900}{900} = 0,111 = 11,1\%$$

Như chúng ta vừa thấy trong ứng dụng trước, lãi suất đáo hạn của trái phiếu chiết khấu một năm bằng mức tăng giá trong năm, 1.000 đô la – 900 đô la, chia cho giá ban đầu, 900 đô la. Do đó, nói chung, đối với bất kỳ trái phiếu chiết khấu một năm nào, lợi suất đến ngày đáo hạn có thể được viết là

$$i = \frac{F - P}{P} \tag{6}$$

trong đó F = mệnh giá của trái phiếu chiết khấu
P = giá hiện thời của trái phiếu chiết khấu

Nói cách khác, lãi suất đáo hạn bằng mức tăng giá trong năm $F - P$ chia cho giá ban đầu P. Trong trường hợp bình thường, các nhà đầu tư kiếm được lợi nhuận dương từ việc nắm giữ các chứng khoán này và do đó họ bán với giá chiết khấu, nghĩa là giá trái phiếu thấp hơn mệnh giá. Do đó, $F - P$ phải dương và lãi suất đáo hạn cũng phải dương. Tuy nhiên, điều này không phải lúc nào cũng đúng, như những sự kiện bất thường ở Nhật Bản và các nơi khác đã cho thấy (xem hộp Toàn cầu).

Một đặc điểm quan trọng của phương trình này là nó chỉ ra rằng, đối với trái phiếu chiết khấu, lãi suất đáo hạn tương quan ngược chiều với giá trái phiếu hiện tại. Đây cũng là kết luận mà chúng ta đã đạt được đối với trái phiếu coupon. Phương trình 6 cho thấy giá trái phiếu tăng - giả sử từ 900 đô la lên 950 đô la - có nghĩa là trái phiếu sẽ có mức tăng giá nhỏ hơn khi đáo hạn và do đó lãi suất đáo hạn sẽ giảm, từ 11,1% xuống 5,3% trong ví dụ của chúng ta. Tương tự, lãi suất đáo hạn giảm có nghĩa là giá hiện tại của trái phiếu chiết khấu đã tăng lên.

Sơ lược Khái niệm giá trị hiện tại cho biết rằng đối với bạn một đô la trong tương lai không có giá trị bằng một đô la ngày hôm nay vì bạn có thể kiếm được lãi suất trên một đô la đang có ngày hôm nay. Cụ thể, một đô la nhận được trong n năm kể từ bây giờ chỉ có giá trị $1/(1 + i)^n$ đô la ngày hôm nay. Giá trị hiện tại của một tập hợp các dòng tiền thanh toán trong tương lai trên một công cụ nợ bằng tổng giá trị hiện tại của mỗi khoản thanh toán trong tương lai. Lãi suất đáo hạn của một công cụ là lãi suất làm giá trị hiện tại của các khoản thanh toán trong tương lai trên công cụ đó cân bằng với giá trị của nó ngày hôm nay. Bởi vì quy trình tính toán lãi suất đáo hạn được xây dựng phù hợp với các nguyên tắc kinh tế, lãi suất đáo hạn là thước đo mà các nhà kinh tế cho rằng mô tả chính xác nhất lãi suất.

Các tính toán của chúng ta về lãi suất đáo hạn của nhiều loại trái phiếu cho thấy một thực tế quan trọng là ***giá trái phiếu hiện tại và lãi suất có quan hệ ngược chiều: Khi lãi suất tăng, giá trái phiếu giảm và ngược lại.***

PHÂN BIỆT GIỮA LÃI SUẤT VÀ LỢI SUẤT

Nhiều người nghĩ rằng lãi suất của trái phiếu cho biết tất cả những gì cần biết về tính sinh lợi khi sở hữu nó. Nếu Irving _Nhà đầu tư nghĩ rằng anh ta sẽ giàu lên khi sở hữu một trái phiếu dài hạn với lãi suất 10%, và sau đó lãi suất tăng lên 20%, anh ta sẽ tỉnh ngộ trong đau đớn: Như chúng ta sẽ thấy ngay sau đây, nếu phải bán trái phiếu, Irving sẽ mất sạch! Mức độ sinh lợi về tài chính của một người bằng cách nắm giữ một trái

Toàn cầu Lãi suất âm? Đầu tiên là Nhật Bản, sau đó là Hoa Kỳ, rồi Châu Âu

Chúng ta thường giả định rằng lãi suất đáo hạn phải luôn dương. Lợi suất đáo hạn âm có nghĩa là hôm nay bạn sẵn sàng trả nhiều hơn cho một trái phiếu so với những gì bạn sẽ nhận được từ nó trong tương lai (như công thức lãi suất đáo hạn trên trái phiếu chiết khấu cho thấy). Do đó, lợi suất âm khi đáo hạn dường như là điều không thể xảy ra bởi vì chỉ bằng cách nắm giữ tiền mặt thì bạn đã có lợi hơn rồi.

Các sự kiện ở Nhật Bản vào cuối những năm 1990 và sau đó là ở Hoa Kỳ trong cuộc khủng hoảng tài chính toàn cầu năm 2008 và cuối cùng là ở Châu u trong những năm gần đây đã chứng minh rằng suy luận này không hoàn toàn đúng. Vào tháng 11 năm 1998, lãi suất đáo hạn của tín phiếu kho bạc 6 tháng của Nhật Bản trở thành số âm, ở mức –0,004%. Vào tháng 9 năm 2008, lãi suất đáo hạn của tín phiếu kỳ hạn ba tháng của Mỹ đã giảm rất nhẹ xuống dưới 0 trong một khoảng thời gian rất ngắn. Các ngân hàng được trả lãi suất âm trên tài khoản tiền gửi của họ tại ngân hàng trung ương đầu tiên ở Thụy Điển vào tháng 7 năm 2009, tiếp theo là Đan Mạch vào tháng 7 năm 2012, Khu vực đồng tiền chung châu Âu vào tháng 6 năm 2014, Thụy Sĩ vào tháng 12 năm 2014 và Nhật Bản vào tháng 1 năm 2016. Lãi suất âm hiếm khi xảy ra ở quá khứ. Tại sao trong những năm gần đây chúng lại xuất hiện thường xuyên vậy?

Như chúng ta sẽ thấy trong Chương 5, sự khan hiếm cơ hội đầu tư và lạm phát rất thấp có thể đẩy lãi suất xuống mức thấp, nhưng hai yếu tố này không thể giải thích lãi suất đáo hạn âm. Câu trả lời là mặc dù lãi suất âm, các nhà đầu tư lớn và các ngân hàng vẫn thấy thuận tiện hơn khi giữ tín phiếu kho bạc hoặc giữ tiền của họ dưới dạng tiền gửi tại ngân hàng trung ương vì chúng được lưu trữ dưới dạng điện tử. Vì lý do đó, các nhà đầu tư và ngân hàng sẵn sàng chấp nhận lãi suất âm, mặc dù nếu xét về mặt tiền tệ thuần túy thì nhà đầu tư nắm giữ tiền mặt sẽ tốt hơn.

phiếu hoặc bất kỳ chứng khoán nào khác trong một khoảng thời gian cụ thể được đo lường chính xác bằng **lợi suất** của chứng khoán, hoặc, theo thuật ngữ chính xác hơn, **tỷ suất sinh lợi***. Chúng ta sẽ liên tục sử dụng khái niệm lợi suất trong suốt cuốn sách này: Hiểu khái niệm này sẽ làm cho những gì được trình bày ở phần sau của cuốn sách dễ theo dõi hơn.

* Tác giả chủ yếu dùng từ *return* để thay thế cho *rate of return*, tuy nhiên nếu nói một cách chặt chẽ thì *return* chỉ là phần tử số của công thức tính *rate of return* mà thôi. Cách dùng thay thế này được chấp nhận một cách rộng rãi.

Với bất kỳ chứng khoán nào, lợi suất được xác định bằng số tiền thanh toán cho chủ sở hữu cộng với sự thay đổi giá trị của chứng khoán, được biểu thị theo tỷ lệ so với giá mua. Để làm rõ định nghĩa này, chúng ta hãy xem lợi suất sẽ như thế nào đối với trái phiếu coupon mệnh giá 1.000 đô la với lãi suất coupon 10% được mua với giá 1.000 đô la, giữ trong một năm và sau đó được bán với giá 1.200 đô la. Các khoản thanh toán cho chủ sở hữu là các khoản thanh toán coupon hàng năm là 100 đô la và sự thay đổi giá trị của trái phiếu là 1.200 – 1.000 = 200 đô la. Cộng các giá trị này lại với nhau và biểu thị chúng dưới dạng tỷ lệ của giá mua 1.000 đô la sẽ mang lại cho chúng ta lợi suất trong thời gian nắm giữ một năm cho trái phiếu này:

$$\frac{100+200}{1.000}=\frac{300}{1000}=0,30=30\%$$

Bạn có thể sẽ khá ngạc nhiên về mức lợi suất mà chúng ta vừa tính toán: 30%, nhưng như Bảng 1 chỉ ra, ban đầu lãi suất đáo hạn chỉ là 10%. Sự khác biệt này chứng tỏ rằng ***lợi suất của một trái phiếu sẽ không nhất thiết bằng với lãi suất đáo hạn của trái phiếu đó***.

Bây giờ chúng ta thấy rằng sự khác biệt giữa lãi suất và lợi nhuận có thể khá quan trọng, mặc dù đối với nhiều chứng khoán, hai giá trị này có thể liên quan mật thiết với nhau.

Nói một cách tổng quát hơn, lợi suất của một trái phiếu được nắm giữ từ thời điểm t đến thời điểm $t + 1$ có thể được viết là

$$R = \frac{C + P_{t+1} - P_t}{P_t} \tag{7}$$

trong đó R = lợi suất từ việc giữ trái phiếu từ thời điểm t đến thời điểm $t + 1$
C = tiền thanh toán coupon
P_t = giá của trái phiếu tại thời điểm t
P_{t+1} = giá của trái phiếu tại thời điểm $t + 1$

Có thể viết lại công thức trong Phương trình 7 một cách thuận tiện hơn để thấy nó có thể được chia thành hai phần riêng biệt:

$$R = \frac{C}{P_t} + \frac{P_{t+1} - P_t}{P_t}$$

Phần đầu tiên là lãi suất hiện hành i_c (tiền coupon chia cho giá mua):

$$\frac{C}{P_t} = i_c$$

Phần thứ hai là **tỷ suất lãi vốn**, hoặc sự thay đổi giá của trái phiếu so với giá ban đầu:

$$\frac{P_{t+1} - P_t}{P_t} = g$$

trong đó g là tỷ suất lãi vốn. Phương trình 7 sau đó có thể được viết lại thành

$$R = i_c + g \tag{8}$$

cho thấy lợi suất của một trái phiếu là lãi suất hiện hành i_c cộng với tỷ suất lãi vốn g. Công thức được viết lại này minh họa điểm mà chúng ta vừa phát hiện ra: Ngay cả đối với một trái phiếu mà lãi suất hiện hành i_c là thước đo chính xác của lãi suất đáo hạn, về cơ bản lợi suất vẫn có thể khác với lãi suất. Lợi suất sẽ khác biệt căn bản với lãi suất nếu giá của trái phiếu có những biến động đáng kể dẫn đến lãi hoặc lỗ vốn đáng kể.

Để tìm hiểu sâu hơn về điểm này, hãy xem điều gì sẽ xảy ra đối với lợi suất của các trái phiếu có kỳ hạn khác nhau khi lãi suất tăng. Bảng 2 tính toán lợi suất một năm, sử dụng Công thức 8 ở trên, với một số trái phiếu có lãi suất coupon 10%, tất cả được mua bằng mệnh giá, khi lãi suất của tất cả các trái phiếu này tăng từ 10% đến 20%. Một số phát hiện chính từ bảng này thường đúng với tất cả các trái phiếu:

- Chỉ những trái phiếu có thời gian đáo hạn bằng với thời gian nắm giữ mới có lợi suất bằng với lãi suất đáo hạn ban đầu của chúng (ví dụ, xem trái phiếu cuối cùng trong Bảng 2).
- Lãi suất tăng đi cùng với giá trái phiếu giảm, dẫn đến lỗ vốn đối với các trái phiếu có thời gian đáo hạn dài hơn thời gian nắm giữ.
- Ngày đáo hạn của trái phiếu càng xa, mức phần trăm thay đổi giá khi xuất hiện thay đổi lãi suất càng lớn.

BẢNG 2 **Lợi suất một năm của các trái phiếu 10% coupon kỳ hạn khác nhau khi lãi suất tăng từ 10% lên 20%**

(1) Số năm đáo hạn khi mua trái phiếu	(2) Lãi suất hiện hành ban đầu (%)	(3) Giá ban đầu ($)	(4) Giá năm sau* ($)	(5) Tỷ suất lãi vốn (%)	(6) Lợi suất [Cột 2 + cột 5] (%)
30	10	1,000	503	49.7	39.7
20	10	1,000	516	48.4	38.4
10	10	1,000	597	40.3	30.3
5	10	1,000	741	25.9	15.9
2	10	1,000	917	8.3	1.7
1	10	1,000	1,000	0.0	10.0

*Được tính bằng máy tính tài chính, sử dụng Công thức 3.

- Ngày đáo hạn của trái phiếu càng xa, lợi suất càng giảm mạnh khi lãi suất tăng.
- Mặc dù một trái phiếu có thể có lãi suất ban đầu khá cao, nhưng lợi suất của nó có thể trở nên âm nếu lãi suất tăng.

Lúc đầu, các bạn sinh viên (cũng như Nhà đầu tư tội nghiệp Irving) thường không hiểu tại sao việc tăng lãi suất lại có nghĩa là trái phiếu trở thành một khoản đầu tư tồi. Để hiểu sự thật này cần nhận thấy Irving đã mua trái phiếu, vì vậy lãi suất tăng có nghĩa là giá trái phiếu Irving đang nắm giữ giảm và anh bị lỗ vốn. Nếu khoản lỗ này đủ lớn, trái phiếu sẽ trở thành một khoản đầu tư tồi. Ví dụ, chúng ta thấy trong Bảng 2 rằng trái phiếu có thời gian đáo hạn 30 năm khi mua có mức lỗ vốn là 49,7% khi lãi suất tăng từ 10% lên 20%. Khoản lỗ này lớn đến mức vượt quá mức lãi suất hiện hành là 10%, dẫn đến lợi nhuận âm (lỗ) là –39,7%. Nếu Irving không bán trái phiếu, khoản lỗ vốn của anh sẽ được gọi là "lỗ trên giấy". Tuy nhiên, đây vẫn là một khoản lỗ vì nếu Irving không mua trái phiếu này mà thay vào đó là gửi tiền vào ngân hàng, thì bây giờ anh chàng sẽ có thể mua nhiều trái phiếu hơn với giá thấp hơn giá anh hiện đang sở hữu.

Thời gian đáo hạn và sự biến động của lợi suất trái phiếu: Rủi ro lãi suất

Việc phát hiện ra rằng giá của trái phiếu kỳ hạn dài phản ứng mạnh hơn với những thay đổi của lãi suất giúp giải thích một thực tế quan trọng về sự biến động của thị trường trái phiếu: ***Giá và lợi suất của trái phiếu dài hạn biến động mạnh hơn so với trái phiếu ngắn hạn***. Những biến động với mức +20% và -20% thay đổi giá trong vòng một năm, cùng những thay đổi tương ứng về lợi suất, thường xảy ra đối với những trái phiếu còn hơn 20 năm nữa mới đáo hạn.

[4]Rủi ro lãi suất có thể được định lượng bằng cách sử dụng khái niệm thời hạn trung bình. Khái niệm này và cách tính của nó được thảo luận trong phần phụ lục của chương này, có tại www.pearson.com/mylab/economics.

Giờ chúng ta đã thấy rằng sự thay đổi của lãi suất khiến việc đầu tư vào trái phiếu dài hạn trở nên khá rủi ro. Do mức độ rủi ro gắn với lợi suất của một tài sản khi lãi suất thay đổi là rất quan trọng nên nó đã được đặt một cái tên đặc biệt là **rủi ro lãi suất.**[4] Đối phó với rủi ro lãi suất là mối quan tâm chính của các nhà quản lý định chế tài chính và các nhà đầu tư, như chúng ta sẽ thấy trong các chương sau.

Mặc dù rủi ro lãi suất của các công cụ nợ dài hạn là khá đáng kể, nó lại không mạnh với các công cụ nợ ngắn hạn. Trái phiếu có thời gian đáo hạn bằng thời gian nắm giữ không có rủi ro lãi suất. [5] Chúng ta thấy điều này đối với trái phiếu coupon ở cuối Bảng 2, không có sự bất định về lợi suất vì nó bằng với lãi suất đáo hạn, được xác định tại thời điểm mua trái phiếu. Chìa khóa để hiểu tại sao trái phiếu có thời gian đáo hạn khớp với thời gian nắm giữ không có rủi ro lãi suất là vào cuối thời hạn nắm giữ giá sẽ bằng mệnh giá. Khi đó, sự thay đổi về lãi suất không thể ảnh hưởng đến giá vào cuối thời hạn nắm giữ đối với những trái phiếu này, và lợi suất do đó sẽ bằng với lãi suất đáo hạn, được biết tại thời điểm mua trái phiếu.[6]

Sơ lược

Lợi suất của một trái phiếu, cho bạn biết trong thời gian nắm giữ khoản đầu tư đó tốt tới đâu, bằng với lãi suất đáo hạn chỉ trong một trường hợp đặc biệt - khi thời gian nắm giữ và thời gian đáo hạn của trái phiếu giống hệt nhau. Trái phiếu có thời gian đáo hạn dài hơn thời hạn nắm giữ phải chịu rủi ro lãi suất: Sự thay đổi lãi suất dẫn đến lãi và lỗ vốn, tạo ra

[5]Theo nghĩa đen, việc nói rằng không có rủi ro lãi suất đối với trái phiếu có thời gian đáo hạn khớp với thời gian nắm giữ chỉ đúng đối với trái phiếu chiết khấu (zero-coupon) không thực hiện thanh toán tiền mặt trước khi thời gian nắm giữ kết thúc. Trái phiếu coupon thực hiện các khoản thanh toán bằng tiền mặt trước khi thời gian nắm giữ kết thúc đòi hỏi khoản chi trả này phải được tái đầu tư. Bởi vì lãi suất mà khoản thanh toán này được tái đầu tư là không chắc chắn, sẽ có sự bất định về lợi suất của trái phiếu coupon này ngay cả khi thời gian đáo hạn bằng với thời gian nắm giữ. Tuy nhiên, rủi ro đối với lợi suất của trái phiếu coupon từ việc tái đầu tư các khoản thanh toán coupon thường khá nhỏ, do đó, trái phiếu coupon có thời gian đến hạn bằng với thời gian nắm giữ của nó vẫn có rất ít rủi ro.

[6]Trong cuốn sách này, chúng ta giả định rằng thời gian nắm giữ của tất cả các trái phiếu ngắn hạn bằng với thời gian đáo hạn, và do đó trái phiếu không phải chịu rủi ro lãi suất. Tuy nhiên, nếu thời gian đáo hạn của trái phiếu ngắn hơn thời hạn nắm giữ của nhà đầu tư, thì nhà đầu tư phải chịu một loại rủi ro lãi suất gọi là rủi ro tái đầu tư. Rủi ro tái đầu tư xảy ra vì số tiền thu được từ trái phiếu ngắn hạn cần được tái đầu tư tại mức lãi suất không chắc chắn trong tương lai.

Để hiểu rủi ro tái đầu tư, giả sử Nhà đầu tư Irving có thời gian nắm giữ là hai năm và quyết định mua tại mệnh giá một trái phiếu một năm 1.000 đô la, và sau đó mua một trái phiếu khác vào cuối năm đầu tiên. Nếu lãi suất ban đầu là 10%, Irving sẽ có 1,100 vào cuối năm đầu tiên. Nếu lãi suất tăng lên 20%, như trong Bảng 2, việc mua một trái phiếu kỳ hạn một năm trị giá 1.100 đô la khác sẽ khiến Irving có vào cuối năm thứ hai là 1.100 x 11 + 0,202 = 1.320 đô la. Do đó, lợi suất hai năm của Irving sẽ là (1.320 - 1.000)/ 1.000 = 0,32 = 32%, tương đương 14,9% theo tỷ lệ hàng năm (ND: lãi suất 1 năm tính bằng ((1+32%) x 0.5 - 1=14,89%). Trong trường hợp này, Irving đã kiếm được nhiều hơn khi mua trái phiếu kỳ hạn một năm so với số tiền mà anh chàng sẽ có nếu ban đầu mua trái phiếu kỳ hạn hai năm với lãi suất 10%. Do đó, khi Irving có thời gian nắm giữ dài hơn thời hạn đến ngày đáo hạn của trái phiếu mà anh mua, anh chàng được hưởng lợi từ việc tăng lãi suất. Ngược lại, nếu lãi suất giảm xuống 5%, Irving sẽ chỉ có 1,155 đô la vào cuối hai năm: 1.100 x 11 + 0,052. Lợi suất trong hai năm của anh sẽ là (1.555 - 1.000)/ 1.000 = 0,155 = 15,5%, là 7,2% theo tỷ lệ hàng năm. Với thời hạn nắm giữ lớn hơn thời hạn đến ngày đáo hạn của trái phiếu, Irving thua lỗ do lãi suất giảm.

Chúng ta đã thấy rằng khi thời gian nắm giữ dài hơn thời gian đáo hạn của trái phiếu, lợi suất là không chắc chắn vì lãi suất trong tương lai khi tái đầu tư xảy ra cũng không chắc chắn - nói ngắn gọn là gặp rủi ro tái đầu tư. Chúng ta cũng thấy rằng nếu thời gian nắm giữ dài hơn thời gian đáo hạn của trái phiếu, thì nhà đầu tư được hưởng lợi từ việc tăng lãi suất và bị thiệt hại do lãi suất giảm.

sự khác biệt đáng kể giữa lợi suất và lãi suất đáo hạn tính toán tại thời điểm mua trái phiếu. Rủi ro lãi suất đặc biệt quan trọng đối với trái phiếu dài hạn, lãi và lỗ vốn có thể rất lớn. Đây là lý do tại sao so với việc nắm giữ ngắn hạn, trái phiếu dài hạn không được coi là tài sản an toàn với lợi suất chắc chắn.

PHÂN BIỆT GIỮA LÃI SUẤT THỰC VÀ LÃI SUẤT DANH NGHĨA

Cho đến giờ, trong cuộc thảo luận về lãi suất, chúng ta đã bỏ qua ảnh hưởng của lạm phát đến chi phí đi vay. Lãi suất mà chúng ta thảo luận cho đến thời điểm này không tính tới lạm phát, và cái tên chính xác hơn của nó là **lãi suất danh nghĩa**. Chúng ta phải phân biệt lãi suất danh nghĩa với **lãi suất thực**, là lãi suất được điều chỉnh bằng cách trừ đi những thay đổi dự kiến trong mức giá (lạm phát), phản ánh chính xác hơn chi phí đi vay thực sự. Lãi suất này được gọi chính xác hơn là lãi suất thực kỳ vọng vì nó được điều chỉnh theo những thay đổi *kỳ vọng* của mức giá. Lãi suất thực kỳ vọng rất quan trọng đối với các quyết định kinh tế, và thường thì đó là hàm ý của các nhà kinh tế khi họ dùng từ lãi suất "thực". Lãi suất được điều chỉnh theo những thay đổi thực tế của mức giá được gọi là lãi suất thực thực tế - mô tả thu nhập của một người cho vay thực tế đã là bao nhiêu.

Lãi suất thực được định nghĩa chính xác hơn từ phương trình Fisher, được đặt theo tên của Irving Fisher, một trong những nhà kinh tế học tiền tệ vĩ đại của thế kỷ XX. Phương trình Fisher phát biểu rằng lãi suất danh nghĩa i bằng lãi suất thực r cộng với tỷ lệ lạm phát kỳ vọng π^e:[7]

$$i = r + \pi^e \tag{9}$$

Sắp xếp lại, chúng ta thấy rằng lãi suất thực bằng lãi suất danh nghĩa trừ đi lạm phát kỳ vọng:

$$r = i - \pi^e \tag{10}$$

Để đánh giá ý nghĩa của định nghĩa này, trước tiên chúng ta hãy xem xét tình huống bạn đã thực hiện một khoản vay đơn một năm với lãi suất 5% (i = 5%) và bạn kỳ vọngmức giá tăng 3% trong năm (π^e= 3%). Kết quả của khoản vay là vào cuối năm, bạn dự kiến sẽ có thêm 2% tính theo **điều kiện thực** - nghĩa là theo số lượng hàng hóa và dịch vụ thực mà bạn có thể mua. Trong trường hợp này, lãi suất bạn kỳ vọng kiếm được tính theo hàng hóa và dịch vụ thực là 2%:

[7]Công thức chính xác hơn của phương trình Fisher là

$$i = r + \pi^e + (r \times \pi^e)$$

bởi vì

$$1 + i = (1 + r)(1 + \pi^e) = 1 + r + \pi^e + (r \times \pi^e)$$

và trừ đi 1 cho cả hai vế cho ta phương trình đầu tiên. Đối với các giá trị nhỏ của r và π^e, thuật ngữ $r \times \pi^e$ quá nhỏ nên chúng ta bỏ qua nó, như trong cuốn sách này.

$$r = 5\% - 3\% = 2\%$$

như được chỉ ra trong Công thức 10.[8]

ỨNG DỤNG Tính lãi suất thực

Lãi suất thực là bao nhiêu nếu lãi suất danh nghĩa là 8% và lạm phát kỳ vọng là 10% trong một năm?

Lời giải

Lãi suất thực là –2%. Mặc dù bạn sẽ nhận được thêm 8% đô la vào cuối năm, bạn sẽ phải trả thêm 10% cho hàng hóa. Kết quả là bạn sẽ có thể mua hàng hóa ít hơn 2% vào cuối năm và bạn sẽ được giảm giá 2% trong điều kiện thực tế. Về mặt toán học,

$$r = i - \pi^e$$

trong đó i = lãi suất danh nghĩa = 0,08

π^e = tỷ lệ lạm phát dự kiến = 0,10

Như vậy

$$r = 0{,}08 - 0{,}10 = -0{,}02 = -2\%$$

Với tư cách là người cho vay, rõ ràng bạn không thích cho vay trong trường hợp này, bởi vì trong điều kiện hàng hóa và dịch vụ thực tế, bạn thực sự kiếm được lãi suất âm 2%. Ngược lại, với tư cách là một người đi vay, bạn sẽ khá hào hứng vì vào cuối năm, số tiền bạn phải trả sẽ giảm đi 2% tính theo hàng hóa và dịch vụ - bạn với tư cách là người đi vay

[8]Vì hầu hết thu nhập từ tiền lãi ở Hoa Kỳ phải chịu thuế thu nhập liên bang, thu nhập thực sự theo điều kiện thực tế từ việc nắm giữ một công cụ nợ không được phản ánh bằng lãi suất thực được xác định bởi phương trình Fisher mà bằng lãi suất thực sau thuế, là lãi suất danh nghĩa trừ đi các khoản thanh toán thuế thu nhập, trừ đi tỷ lệ lạm phát dự kiến. Đối với một người phải chịu thuế suất 30%, lãi suất sau thuế thu được từ trái phiếu có lợi suất 10% chỉ là 7% vì 30% thu nhập lãi phải được trả cho Sở Thuế vụ. Như vậy lãi suất thực sau thuế của trái phiếu này khi lạm phát kỳ vọng là 5% bằng 2% (= 7% – 5%).

Nói một cách tổng quát hơn, lãi suất thực sau thuế có thể được biểu thị bằng

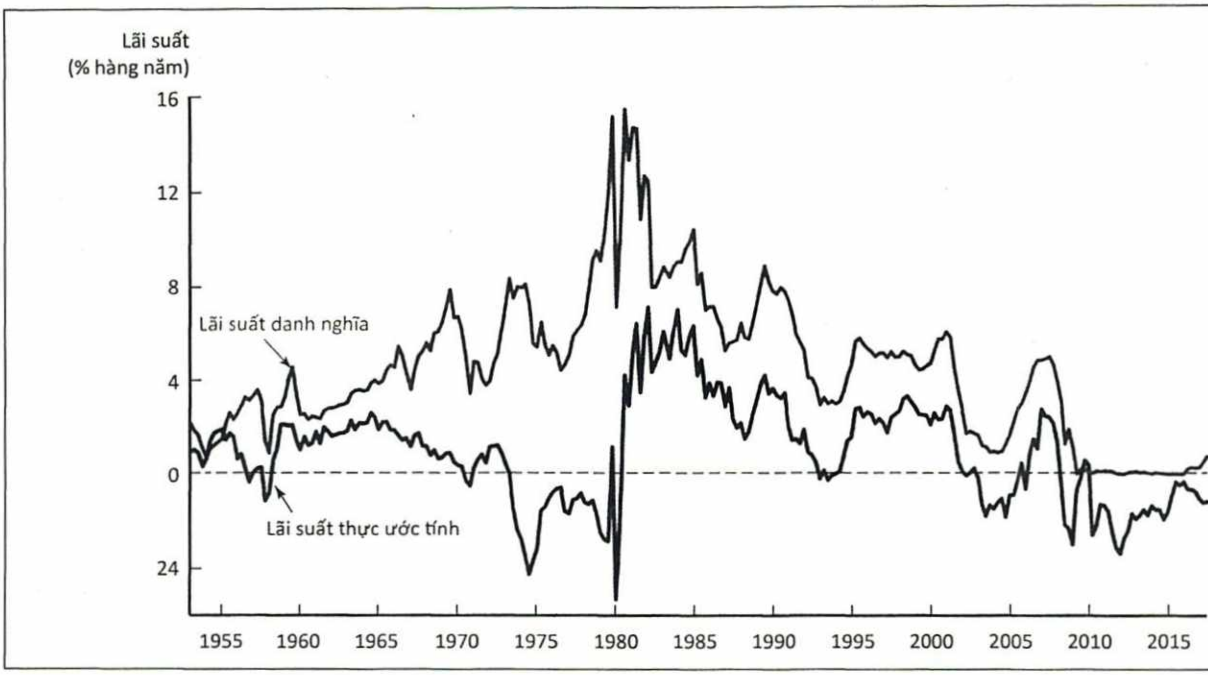
$$i(1-\tau) - \pi^e$$

Với τ là thuế suất thuế thu nhập.

Công thức tính lãi suất thực sau thuế này cũng cung cấp một thước đo tốt hơn về chi phí đi vay thực tế của nhiều công ty và chủ sở hữu nhà ở Hoa Kỳ vì khi tính thuế thu nhập, họ có thể khấu trừ các khoản thanh toán lãi vay từ thu nhập của họ. Do đó, nếu bạn phải chịu thuế suất 30% và vay thế chấp với lãi suất 10%, bạn có thể khấu trừ khoản thanh toán lãi suất 10% và giảm 30% thuế của số tiền này. Chi phí vay danh nghĩa sau thuế của bạn khi đó là 7% (10% trừ đi 30% của khoản thanh toán lãi suất 10%) và khi tỷ lệ lạm phát dự kiến là 5%, chi phí hiệu quả của việc đi vay theo điều kiện thực lại là 2% (= 7% – 5%).

Như ví dụ (và công thức) chỉ ra, lãi suất thực sau thuế luôn thấp hơn lãi suất thực được xác định bởi phương trình Fisher. Để thảo luận thêm về các thước đo lãi suất thực sau thuế, đọc Frederic S. Mishkin, "The Real Interest Rate: An Empirical Investigation," Carnegie-Rochester Conference Series on Public Policy 15 (1981): 151–200.

MyLab Economics Dữ liệu thời gian thực



HÌNH 1 Lãi suất thực và lãi suất danh nghĩa (Tín phiếu kho bạc ba tháng), 1953–2017

Lãi suất danh nghĩa và lãi suất thực thường không di chuyển cùng nhau. Khi tỷ giá danh nghĩa của Hoa Kỳ ở mức cao vào những năm 1970, tỷ giá thực tế thực sự rất thấp - thường là âm.

Nguồn: **Tỷ giá danh nghĩa từ cơ sở dữ liệu FRED của Ngân hàng Dự trữ Liên bang St. Louis:** https://fred.stlouisfed.org/series/TB3MS and https://fred.stlouisfed.org/series/CPIAUCSL. Lãi suất thực được xây dựng bằng cách sử dụng quy trình được nêu trong Frederic S. Mishkin, "The Real Interest Rate: An Empirical Investigation," Carnegie-Rochester Conference Series on Public Policy 15 (1981): 151–200. Quy trình này ước tính lạm phát dự kiến như một hàm của lãi suất trong quá khứ, lạm phát và xu hướng thời gian, sau đó trừ đi số đo lạm phát dự kiến từ lãi suất danh nghĩa.

sẽ có lợi 2% theo điều kiện thực. ***Khi lãi suất thực thấp, có nhiều động lực đi vay hơn và ít động lực cho vay hơn.***

Có thể phân biệt tương tự giữa lợi suất danh nghĩa và lợi suất thực tế. Lợi suất danh nghĩa, không tính tới lạm phát, là những gì chúng ta vẫn hay gọi là "lợi suất". Khi lạm phát được trừ đi khỏi lợi suất danh nghĩa, chúng ta có lợi suất thực tế, cho biết lượng hàng hóa và dịch vụ mà chúng ta có thể mua thêm do giữ chứng khoán.

Sự phân biệt giữa lãi suất thực và lãi suất danh nghĩa là rất quan trọng vì lãi suất thực, phản ánh chi phí thực của việc đi vay, có thể là một chỉ báo tốt hơn của động cơ khuyến khích mọi người đi vay và cho vay. Có vẻ nó giúp chúng ta hình dung tốt hơn về cách mọi người phản ứng với những gì xảy ra trên thị trường tín dụng. Hình 1, trình bày các giá trị ước tính về lãi suất thực và lãi suất danh nghĩa của tín phiếu kho bạc Mỹ kỳ hạn ba tháng từ năm 1953 đến năm 2017, cho chúng ta thấy rằng lãi suất danh nghĩa và lãi suất thực thường di chuyển cùng nhau nhưng không phải lúc nào cũng như vậy. (Điều này cũng đúng với lãi suất danh nghĩa và lãi suất thực ở các nước còn lại trên thế giới.) Đặc biệt, khi lãi suất danh nghĩa ở Hoa Kỳ cao vào những năm 1970, thì lãi suất thực lại cực kỳ thấp - thường là âm. Theo tiêu chuẩn của lãi suất danh nghĩa, bạn có thể nghĩ rằng thị trường tín

dụng trong thời kỳ này rất hà khắc bởi vì việc đi vay rất tốn kém. Tuy nhiên, lãi suất thực cho thấy rằng bạn có thể đã nhầm. Theo điều kiện thực, chi phí đi vay thực sự khá rẻ.

TÓM LƯỢC

1. Lãi suất đáo hạn, là thước đo phản ánh chính xác nhất lãi suất, là lãi suất làm cân bằng giá trị hiện tại của các khoản thanh toán trong tương lai của một công cụ nợ với giá trị của công cụ đó ngày hôm nay. Việc áp dụng nguyên tắc này cho thấy giá trái phiếu và lãi suất có mối tương quan nghịch: Khi lãi suất tăng, giá trái phiếu phải giảm, và ngược lại.
2. Lợi suất của một chứng khoán, cho bạn biết tính sinh lợi của bạn khi nắm giữ chứng khoán trong một khoảng thời gian nhất định, có thể khác biệt một cách cơ bản với lãi suất được đo bằng lãi suất đáo hạn. Giá trái phiếu dài hạn có những biến động đáng kể khi lãi suất thay đổi và do đó chịu rủi ro lãi suất. Lãi và lỗ vốn có thể lớn, đó là lý do tại sao trái phiếu dài hạn không được coi là tài sản an toàn với lợi suất chắc chắn.
3. Lãi suất thực được định nghĩa là lãi suất danh nghĩa trừ đi tỷ lệ lạm phát kỳ vọng. Nó vừa là thước đo tốt hơn của các động cơ vay và cho vay vừa là một chỉ báo chính xác hơn so với lãi suất danh nghĩa về mức độ khó khăn trên thị trường tín dụng.

THUẬT NGỮ QUAN TRỌNG

dòng tiền, 64
consol hoặc trái phiếu niên kim vĩnh viễn, 73
trái phiếu coupon, 67
lãi suất coupon, 67
lãi suất hiện hành, 74
trái phiếu chiết khấu (zero-coupon), 67
mệnh giá, 67
vay thanh toán cố định (vay phân bổ toàn phần), 67
rủi ro lãi suất, 78
lãi suất danh nghĩa, 80
giá trị hiện tại (giá trị chiết khấu hiện tại), 65
tỷ suất lãi vốn, 77
lãi suất thực, 80
điều kiện thực, 80
lợi suất (tỷ suất sinh lợi), 75
vay đơn, 65
lãi suất đáo hạn, 68

CÂU HỎI

Tất cả các câu hỏi đều có trong **MyLab Economics** *tại* www.pearson.com/mylab/economics.

1. Liệu một đô la ngày mai có giá trị hơn đối với bạn hôm nay khi lãi suất là 20% hay khi lãi suất là 10%?
2. Giải thích thông tin nào bạn sẽ cần cân nhắc khi quyết định nhận 5,000 hôm nay hoặc 5,500 một năm kể từ hôm nay.
3. Để giúp trả tiền học đại học, bạn vừa vay một khoản vay chính phủ 1.000 đô la yêu cầu bạn phải trả 126 đô la mỗi năm trong 25 năm. Tuy nhiên, bạn sẽ bắt đầu thực hiện các khoản thanh toán này khi bạn tốt nghiệp đại học vào hai năm sau. Tại sao lãi suất đáo hạn chắc chắn phải nhỏ hơn 12%? (Là lãi suất đáo hạn đối với khoản vay thanh toán cố định 1.000 đô la thông thường mà bạn phải trả 126 đô la mỗi năm trong 25 năm.)
4. Người giữ trái phiếu được lợi hơn khi lãi suất đáo hạn tăng hay giảm? Tại sao?
5. Giả sử hôm nay bạn mua một trái phiếu coupon mà bạn định bán một năm sau đó. Phần nào của công thức lợi suất tính tới những thay đổi trong tương lai vào giá trái phiếu? Lưu ý: Kiểm tra các phương trình 7 và 8 trong chương này.
6. Nếu lãi suất vay thế chấp tăng từ 5% lên 10% nhưng tốc độ tăng giá nhà đất dự kiến tăng từ 2% lên 9%, thì khả năng người dân mua nhà tăng lên hay giảm xuống?
7. Khi nào thì lãi suất hiện hành là một phép đo xấp xỉ tốt của lãi suất đáo hạn?
8. Tại sao chính phủ lại chọn phát hành trái phiếu vĩnh viễn, đòi hỏi các khoản thanh toán mãi mãi, thay vì một khoản vay có ngày đáo hạn, chẳng hạn như khoản vay thanh toán cố định, trái phiếu chiết khấu hoặc trái phiếu coupon?

9. Trong điều kiện nào thì trái phiếu chiết khấu sẽ có lãi suất danh nghĩa âm? Có thể để cho một trái phiếu coupon hoặc một trái phiếu vĩnh viễn có lãi suất danh nghĩa âm không?
10. Đúng hay Sai: Với trái phiếu chiết khấu, lợi suất của trái phiếu bằng tỷ suất lãi vốn.
11. Nếu lãi suất giảm, bạn muốn nắm giữ trái phiếu dài hạn hay trái phiếu ngắn hạn? Tại sao? Loại trái phiếu nào có rủi ro lãi suất lớn hơn?
12. Lãi suất vào giữa những năm 1980 thấp hơn vào cuối những năm 1970, nhưng nhiều nhà kinh tế đã nhận xét rằng lãi suất thực vào giữa những năm 1980 cao hơn nhiều so với cuối những năm 1970. Điều này có hợp lý không? Bạn có nghĩ rằng những nhà kinh tế này lập luận đúng?
13. Những người đã về hưu thường để phần lớn tài sản của họ vào tài khoản tiết kiệm và các khoản đầu tư sinh lãi khác và phàn nàn bất cứ khi nào lãi suất thấp. Họ phàn nàn có hợp lý không?

BÀI TẬP ÁP DỤNG

Tất cả các bài tập áp dụng đều có sẵn trong **MyLab Economics** *tại* www.pearson.com/mylab/economics.

14. Nếu lãi suất là 10%, giá trị hiện tại của một chứng khoán trả cho bạn 1.100 đô la vào năm sau, 1.210 đô la vào năm sau và 1.331 đô la vào năm sau đó là bao nhiêu?
15. Tính giá trị hiện tại của một trái phiếu chiết khấu 1.000 đô la đáo hạn sau năm năm nếu lãi suất đáo hạn là 6%.
16. Một loại xổ số tuyên bố giải thưởng lớn của nó là 10 triệu đô la, trả trong 5 năm với mức 2.000.000 đô la mỗi năm. Nếu khoản thanh toán đầu tiên được thực hiện ngay lập tức, giải thưởng lớn này thực sự có giá trị bao nhiêu? Sử dụng lãi suất 6%.
17. Giả sử rằng một ngân hàng thương mại muốn mua tín phiếu Kho bạc. Các công cụ này trả 5.000 đô la sau một năm và hiện đang được bán với giá 5.012 đô la. Lãi suất đáo hạn của những trái phiếu này là bao nhiêu? Đây có phải là một tình huống điển hình? Tại sao?
18. Lãi suất đáo hạn của một khoản vay đơn trị giá 1 triệu đô la yêu cầu hoàn trả 2 triệu đô la trong thời gian 5 năm là bao nhiêu?
19. Trái phiếu 1.000 đô la nào có lợi suất cao hơn khi đáo hạn, trái phiếu 20 năm bán với giá 800 đô la với lãi suất hiện hành là 15% hoặc trái phiếu 1 năm bán với giá 800 đô la với lãi suất hiện hành là 5%?
20. Một trái phiếu có mức coupon 4% hàng năm và mệnh giá là 1.000 đô la. Hoàn thành bảng sau. Bạn quan sát thấy mối quan hệ nào giữa thời gian đáo hạn, lãi suất đáo hạn và giá hiện tại?

Số năm đến ngày đáo hạn	Lãi suất đáo hạn	Giá hiện tại
2	2%	
2	4%	
3	4%	
5	2%	
5	6%	

21. Một trái phiếu coupon có mệnh giá 1.000 và tỷ lệ coupon là 10%. Trái phiếu hiện đang được bán với giá 1,044,89 và còn hai năm sẽ đáo hạn. Trái phiếu có lãi suất đáo hạn là bao nhiêu?
22. Giá của một trái phiếu vĩnh viễn có coupon 50 đô la mỗi năm và lãi suất đáo hạn là 2,5% là bao nhiêu? Nếu lãi suất đáo hạn tăng gấp đôi, điều gì sẽ xảy ra với giá của nó?
23. Thuế bất động sản ở một quận là 4% giá mua nhà mỗi năm. Nếu bạn vừa mua một căn nhà trị giá 250.000 đô la, giá trị hiện tại của tất cả các khoản thanh toán thuế tài sản trong tương lai là bao nhiêu? Giả sử rằng ngôi nhà vẫn trị giá 250.000 đô la mãi mãi, thuế suất bất động sản không bao giờ thay đổi và lãi suất 6% được sử dụng để chiết khấu.
24. Trái phiếu mệnh giá 1.000 đô la có lãi suất coupon 10%, giá hiện tại của nó là 960 đô la, và giá của nó dự kiến sẽ tăng lên 980 đô la vào năm tới. Tính lãi suất hiện hành, tỷ suất lãi vốn kỳ vọng và tỷ suất lợi nhuận kỳ vọng.
25. Giả sử rằng bạn muốn vay một khoản tiền và ngân hàng tính lãi suất thực hàng năm cho bạn bằng 3%. Giả định rằng tỷ lệ lạm phát dự kiến hàng năm được quy định trong suốt thời hạn của trái phiếu là %, xác định lãi suất danh nghĩa mà ngân hàng sẽ tính cho bạn. Điều gì xảy ra nếu trong suốt thời hạn của khoản vay, lạm phát thực tế là 0,5%?

BÀI TẬP PHÂN TÍCH DỮ LIỆU

Các bài tập được cập nhật bằng dữ liệu thời gian thực trong **MyLab Economics** và có thể dùng để thực hành hoặc để làm bài tập lớn.

1. Truy cập cơ sở dữ liệu FRED của Cục Dự trữ Liên bang St. Louis, và tìm dữ liệu về lãi suất của khoản vay mua ô tô bốn năm (TERMCBAUTO48NS). Giả sử rằng bạn vay 20.000 đô la để mua một chiếc ô tô mới và bạn tài trợ cho nó bằng khoản vay bốn năm với lãi suất gần đây nhất được đưa ra trong cơ sở dữ liệu. Nếu bạn thực hiện thanh toán mỗi năm một lần trong bốn năm, khoản thanh toán hàng năm sẽ là bao nhiêu? Tổng số tiền sẽ phải trả cho khoản vay 20.000 đô la là bao nhiêu?
2. Kho bạc Hoa Kỳ phát hành một số trái phiếu dưới dạng Chứng khoán Kho bạc Điều chỉnh Lạm phát, viết tắt là TIIS, là những trái phiếu được điều chỉnh theo lạm phát; do đó lãi suất có thể gần đúng như lãi suất thực. Truy cập cơ sở dữ liệu FRED của Cục Dự trữ Liên bang St. Louis và tìm dữ liệu về các trái phiếu TIIS sau đây và các trái phiếu danh nghĩa của chúng. Sau đó trả lời các câu hỏi dưới đây.
   - Kho bạc Hoa Kỳ 5 năm (DGS5) và TIIS 5 năm (DFII5)
   - Kho bạc Hoa Kỳ 7 năm (DGS7) và TIIS 7 năm (DFII7)
   - Kho bạc Hoa Kỳ 10 năm (DGS10) và TIIS 10 năm (DFII10)
   - Kho bạc Hoa Kỳ 20 năm (DGS20) và TIIS 20 năm (DFII20)
   - Kho bạc Hoa Kỳ 30 năm (DGS30) và TIIS 30 năm (DFII30)

   a. Sau cuộc Đại suy thoái 2008–2009, lãi suất TIIS 5, 7-, 10- và thậm chí 20 năm đã trở nên âm trong một khoảng thời gian. Tại sao như thế?

   b. Sử dụng dữ liệu gần đây nhất, tính toán sự khác biệt giữa lãi suất cho từng cặp trái phiếu (DGS5 - DFII5, v.v.) được liệt kê ở trên. Sự khác biệt này thể hiện điều gì?

   c. Dựa trên câu trả lời của bạn cho phần (b), có sự khác biệt đáng kể nào giữa sự khác biệt trong lãi suất của cặp trái phiếu không? Giải thích độ lớn của sự khác biệt giữa các cặp.

BÀI TẬP WEB

1. Trong chương này, chúng ta đã coi như chỉ có một loại trái phiếu dài hạn, trái phiếu coupon. Trên thực tế, nhà đầu tư cũng có thể mua trái phiếu chiết khấu dài hạn. Trái phiếu chiết khấu được bán với giá thấp và toàn bộ lợi nhuận sẽ thu được dưới hình thức tăng giá. Bạn có thể dễ dàng tính giá hiện tại của trái phiếu chiết khấu bằng cách sử dụng công cụ tính tài chính tại http://www.treasurydirect.gov/indiv/tools/tools_savingsbondcalc.htm.

   Để tính toán các giá trị cho trái phiếu tiết kiệm, hãy đọc hướng dẫn trên trang và nhấp vào Get Started. Điền thông tin (bạn không cần điền vào trường Bond Serial Number) và nhấp vào Tính toán.

TRANG WEB THAM KHẢO

http://www.bloomberg.com/markets/

Trong mục Lãi suất & Trái phiếu, bạn có thể truy cập thông tin chính về lãi suất, trái phiếu Kho bạc Hoa Kỳ, trái phiếu chính phủ và trái phiếu địa phương.

http://www.teachmefinance.com

Đánh giá về các khái niệm tài chính quan trọng: giá trị thời gian của tiền, niên kim, niên kim vĩnh viễn, v.v.

5 Hành vi của Lãi suất

Mục tiêu học tập

- Xác định các yếu tố ảnh hưởng đến cầu tài sản.
- Vẽ đường cầu và đường cung trên thị trường trái phiếu, và xác định lãi suất cân bằng.
- Liệt kê và mô tả các yếu tố ảnh hưởng đến lãi suất cân bằng trên thị trường trái phiếu.
- Mô tả mối liên hệ giữa thị trường trái phiếu và thị trường tiền tệ thông qua khung lý thuyết ưu tiên thanh khoản.
- Liệt kê và mô tả các nhân tố ảnh hưởng đến thị trường tiền tệ và lãi suất cân bằng.
- Xác định và minh họa các tác động của thay đổi trong tăng trưởng tiền lên lãi suất theo thời gian.

Giới thiệu

Đầu những năm 1950, lãi suất danh nghĩa của Tín phiếu kho bạc ba tháng là khoảng 1%/năm; đến năm 1981, lãi suất này đã đạt hơn 15%. Vào năm 2003 nó giảm xuống dưới mức 1%, tăng lên 5% vào năm 2007 và sau đó giảm xuống gần bằng 0 vào năm 2008 và trong nhiều năm sau đó. Vậy tại sao lãi suất lại có những biến động thất thường này? Một lý do chúng ta học về tiền, ngân hàng và thị trường tài chính là để trả lời câu hỏi này.

Trong chương này, chúng ta xác định mặt bằng lãi suất danh nghĩa (hay đơn giản là "lãi suất") và những yếu tố ảnh hưởng đến sự biến động của chúng. Trong chương 4 chúng ta đã học được rằng lãi suất có tương quan ngược chiều với giá trái phiếu, vì vậy nếu có thể giải thích tại sao giá trái phiếu thay đổi, ta cũng có thể giải thích tại sao lãi suất thay đổi. Chúng ta có thể dùng phân tích cung cầu trên thị trường trái phiếu và thị trường tiền tệ để minh họa cho sự thay đổi của lãi suất.

Đầu tiên, để hình thành đường cầu đối với các tài sản như tiền hoặc trái phiếu, bạn cần hiểu cái gì quyết định cầu đối với các tài sản này. Chúng ta sẽ sử dụng *lý thuyết danh mục đầu tư*, một lý thuyết kinh tế đưa ra các tiêu chí quan trọng khi quyết định mua bao nhiêu tài sản. Với lý thuyết này, ta có thể tiến tới xây dựng đường cầu về trái phiếu hoặc tiền. Sau khi xây dựng xong đường cung cho những tài sản này, ta xác định *điểm cân bằng thị trường*, được định nghĩa là điểm tại đó lượng cung bằng lượng cầu. Sau đó, ta có thể sử dụng mô hình này để giải thích những thay đổi của lãi suất cân bằng.

Bởi vì lãi suất của các chứng khoán khác nhau có xu hướng thay đổi cùng nhau, chương này sẽ coi như chỉ có một loại chứng khoán và một loại lãi suất trong toàn bộ nền kinh tế. Đến chương sau, chúng ta sẽ mở rộng phân tích để xem tại sao lãi suất của các loại chứng khoán khác nhau lại khác nhau.

CÁC YẾU TỐ QUYẾT ĐỊNH CẦU TÀI SẢN

Trước khi đi vào phân tích cung cầu của thị trường trái phiếu và thị trường tiền tệ, đầu tiên chúng ta phải hiểu cái gì quyết định lượng cầu của một tài sản. Hãy nhớ lại rằng một tài sản là một bộ phận của cải có thể lưu trữ giá trị. Những thứ như tiền, trái phiếu, cổ phiếu, tác phẩm nghệ thuật, đất đai, nhà cửa, thiết bị nông nghiệp và máy móc sản xuất đều là tài

sản. Đứng trước câu hỏi có nên mua và nắm giữ một tài sản hay không hay nên mua tài sản nào, một cá nhân phải cân nhắc các yếu tố sau:

1. **Của cải**, tổng các nguồn lực mà cá nhân sở hữu, bao gồm toàn bộ tài sản
2. **Lợi suất kỳ vọng** (lợi suất dự kiến trong thời gian tới) tương đối của một tài sản so với các tài sản thay thế
3. **Rủi ro** (mức độ bất trắc của lợi suất) tương đối của một tài sản so với các tài sản thay thế
4. **Tính thanh khoản** (sự dễ dàng và nhanh chóng được chuyển thành tiền mặt của tài sản) tương đối so với các tài sản thay thế

Của cải

Khi của cải tăng lên, chúng ta có nhiều nguồn lực hơn để mua tài sản và vì vậy không có gì ngạc nhiên khi số lượng tài sản mà chúng ta muốn có tăng lên. Do đó, ảnh hưởng của những thay đổi về của cải đối với lượng cầu của một tài sản có thể được tóm tắt như sau: ***Giữ mọi thứ khác không đổi, sự gia tăng của cải làm tăng lượng cầu của một tài sản.***

Lợi suất kỳ vọng

Trong Chương 4, chúng ta đã thấy rằng lợi suất của một tài sản (chẳng hạn như trái phiếu) đo lường mức sinh lợi thu được từ việc nắm giữ tài sản đó. Khi đưa ra quyết định mua một tài sản, chúng ta bị ảnh hưởng bởi kỳ vọng của mình về lợi suất của tài sản đó. Ví dụ: nếu một trái phiếu ExxonMobil có lợi suất là 15% trong nửa thời gian và 5% trong nửa thời gian còn lại, thì lợi suất kỳ vọng của nó (có thể coi là lợi suất trung bình) là 10% (= 0,5 x 15% + 0,5 x 5%).[1] Nếu lợi suất kỳ vọng trên trái phiếu ExxonMobil tăng tương đối so với lợi suất kỳ vọng của các tài sản thay thế, thì khi mọi thứ khác không đổi, bạn mong muốn mua trái phiếu ExxonMobil hơn và lượng cầu tăng lên. Điều này có thể xảy ra theo một trong hai cách: (1) khi lợi suất kỳ vọng đối với trái phiếu ExxonMobil tăng trong khi lợi suất của một tài sản thay thế — ví dụ, cổ phiếu Facebook — không thay đổi hoặc (2) khi lợi suất của tài sản thay thế, cổ phiếu Facebook, giảm trong khi lợi nhuận từ trái phiếu ExxonMobil vẫn không thay đổi. Tóm lại, ***sự gia tăng lợi suất kỳ vọng tương đối của một tài sản so với một tài sản thay thế, nếu mọi thứ khác không đổi, sẽ làm tăng lượng cầu của tài sản đó.***

Rủi ro

Mức độ rủi ro hoặc bất trắc về lợi suất của tài sản cũng ảnh hưởng đến nhu cầu đối với tài sản đó. Hãy xem xét hai tài sản, cổ phiếu của Hãng hàng không Fly-by-Night và cổ phiếu của Công ty Xe buýt Feet-on-the-Ground*. Giả sử rằng cổ phiếu Fly-by-Night có lợi suất 15% trong nửa thời gian đầu và 5% trong nửa thời gian còn lại, làm cho lợi suất kỳ vọng của nó là 10%, trong khi cổ phiếu Feet-on-the-Ground có lợi suất cố định là 10%. Lợi nhuận của cổ phiếu Fly-by-Night có sự bất trắc và do đó có rủi ro lớn hơn so với cổ phiếu Feet-on-the-Ground, có lợi nhuận cố định.

* Ở đây tác giả chơi chữ tiếng Anh, Fly-by-night có nghĩa là sẽ chuồn lẹ, không đáng tin, trong khi Feet-on-the-ground dùng để chỉ sự vững vàng.

[1]Nếu bạn muốn tìm hiểu thêm thông tin về cách tính lợi nhuận kỳ vọng, cũng như độ lệch chuẩn của lợi nhuận đo lường rủi ro, tại địa chỉ, www.pearson.com/mylab/economics có phần phụ lục cho chương này mô tả các mô hình định giá tài sản. Phụ lục này cũng mô tả cách thức đa dạng hóa làm giảm rủi ro tổng thể của danh mục đầu tư và thảo luận về rủi ro hệ thống và các mô hình định giá tài sản cơ bản, chẳng hạn như mô hình định giá tài sản vốn và lý thuyết định giá.

Một người *không thích rủi ro* sẽ thích cổ phiếu Feet-on-the-Ground (chắc chắn) hơn cổ phiếu Fly-by-Night (rủi ro hơn), mặc dù các cổ phiếu có cùng mức lợi nhuận kỳ vọng, 10%. Ngược lại, một người lựa chọn khoản đầu tư rủi ro hơn được gọi là *một người thích hoặc yêu rủi ro*. Hầu hết mọi người đều không thích rủi ro, đặc biệt là trong các quyết định tài chính của họ: Nếu các yếu tố khác như nhau, họ thích nắm giữ tài sản ít rủi ro hơn. Do đó, ***khi các yếu tố khác không đổi, nếu rủi ro của một tài sản tăng lên so với rủi ro của các tài sản thay thế, lượng cầu của nó sẽ giảm.***

Tính thanh khoản

Một yếu tố khác ảnh hưởng đến cầu tài sản là tính thanh khoản của nó – khả năng chuyển đổi tài sản đó thành tiền mặt với chi phí thấp. Tài sản có tính thanh khoản nếu thị trường giao dịch của nó có chiều sâu và chiều rộng, nghĩa là có nhiều người mua và người bán. Một ngôi nhà không phải là một tài sản có tính thanh khoản cao vì sẽ khó tìm được người mua một cách nhanh chóng; nếu phải bán gấp một ngôi nhà để trả các hóa đơn, bạn có thể phải bán với giá thấp đi nhiều. Và các chi phí giao dịch liên quan đến việc bán một căn nhà (hoa hồng của người môi giới, phí luật sư, v.v.) là khá lớn. Ngược lại, tín phiếu Kho bạc Hoa Kỳ là một tài sản có tính thanh khoản cao. Thị trường của nó được tổ chức tốt với nhiều người mua và vì vậy nó có thể được bán nhanh chóng với chi phí thấp. ***Tài sản càng có tính thanh khoản cao so với các tài sản thay thế, khi mọi thứ khác không đổi, thì càng được mong muốn và lượng cầu sẽ càng lớn.***

Lý thuyết về lựa chọn danh mục đầu tư

Tất cả các yếu tố quyết định mà chúng ta vừa thảo luận có thể được tập hợp thành **lý thuyết lựa chọn danh mục đầu tư**, cho biết mọi người sẽ muốn nắm giữ mỗi tài sản một lượng bao nhiêu trong danh mục đầu tư của mình. Lý thuyết này nói rằng, khi các yếu tố khác không đổi:

1. Lượng cầu một tài sản có quan hệ cùng chiều với của cải.
2. Lượng cầu một tài sản có quan hệ cùng chiều với lợi suất kỳ vọng tương đối của nó so với các tài sản thay thế.
3. Lượng cầu của một tài sản có liên quan ngược chiều với rủi ro tương đối của nó so với các tài sản thay thế.
4. Lượng cầu của một tài sản có quan hệ cùng chiều với tính thanh khoản tương đối của nó so với các tài sản thay thế.

Các kết quả này được tóm tắt trong Bảng 1.

BẢNG TÓM TẮT 1

Phản ứng của lượng cầu tài sản đối với những thay đổi về của cải, lợi suất kỳ vọng, rủi ro và tính thanh khoản

Biến	Thay đổi trong Biến	Thay đổi trong Lượng cầu
Của cải	↑	↑
Lợi suất kỳ vọng so với các tài sản khác	↑	↑
Rủi ro so với các tài sản khác	↑	↓
Tính thanh khoản so với các tài sản khác	↑	↑

Lưu ý: Chỉ các giá trị tăng của các biến được hiển thị. Tác động từ giá trị giảm của biến lên lượng cầu sẽ ngược lại với những tác động được chỉ ra ở cột ngoài cùng bên phải.

CUNG VÀ CẦU TRÊN THỊ TRƯỜNG TRÁI PHIẾU

Để phân tích các yếu tố quyết định lãi suất, cách tiếp cận đầu tiên của chúng ta là nghiên cứu cung và cầu trên thị trường trái phiếu để có thể hiểu rõ hơn về cách xác định giá của trái phiếu. Nhờ kiến thức từ Chương 4 về cách đo lãi suất, chúng ta biết rằng mỗi giá trái phiếu gắn với một mức lãi suất cụ thể. Cụ thể hơn, mối quan hệ ngược chiều giữa giá trái phiếu và lãi suất nghĩa là khi giá trái phiếu tăng lên thì lãi suất của trái phiếu đó giảm và ngược lại.

Đầu tiên, ta cần xác định **đường cầu** trái phiếu, để thấy mối quan hệ giữa lượng cầu và giá khi tất cả các biến số kinh tế khác được giữ không đổi (nghĩa là giá trị của các biến số khác được coi như đã cho). Bạn hãy nhớ lại từ các khóa học kinh tế học trước đây rằng giả định rằng tất cả các biến số kinh tế khác được giữ không đổi được gọi là *ceteris paribus* trong tiếng Latinh, có nghĩa là "những thứ khác như nhau".

Đường cầu

Để làm rõ và đơn giản hóa việc phân tích, hãy xác định cầu đối với trái phiếu chiết khấu một năm, không thanh toán coupon và sẽ trả cho chủ sở hữu mệnh giá là 1.000 đô la sau một năm. Nếu thời gian nắm giữ là một năm, thì như chúng ta đã thấy trong Chương 4, lợi suất của trái phiếu có thể xác định được và bằng với lãi suất, được đo bằng lãi suất đáo hạn. Điều này có nghĩa là lợi suất kỳ vọng trên trái phiếu này bằng với lãi suất *i*, theo Công thức 6 trong Chương 4, là

$$i = R^e = \frac{F-P}{P}$$

trong đó
i= lãi suất = lãi suất đáo hạn
R^e= lợi nhuận dự kiến
F= mệnh giá của trái phiếu chiết khấu
P= giá mua ban đầu của trái phiếu chiết khấu

Công thức này cho thấy mỗi giá trị lãi suất cụ thể đều tương ứng với một giá trái phiếu. Nếu trái phiếu được bán với giá 950 đô la, lãi suất và lợi suất kỳ vọng là

$$\frac{1.000-950}{950} = 0,053 = 5,3\%$$

Ở mức lãi suất 5,3% này và lợi suất kỳ vọng tương ứng với giá trái phiếu là 950 đô la, chúng ta hãy giả định rằng lượng cầu trái phiếu là 100 tỷ đô la, là điểm A trong Hình 1.

Ở mức giá 900, lãi suất và lợi suất kỳ vọng là

$$\frac{1.000-900}{900} = 0,111 = 11,1\%$$

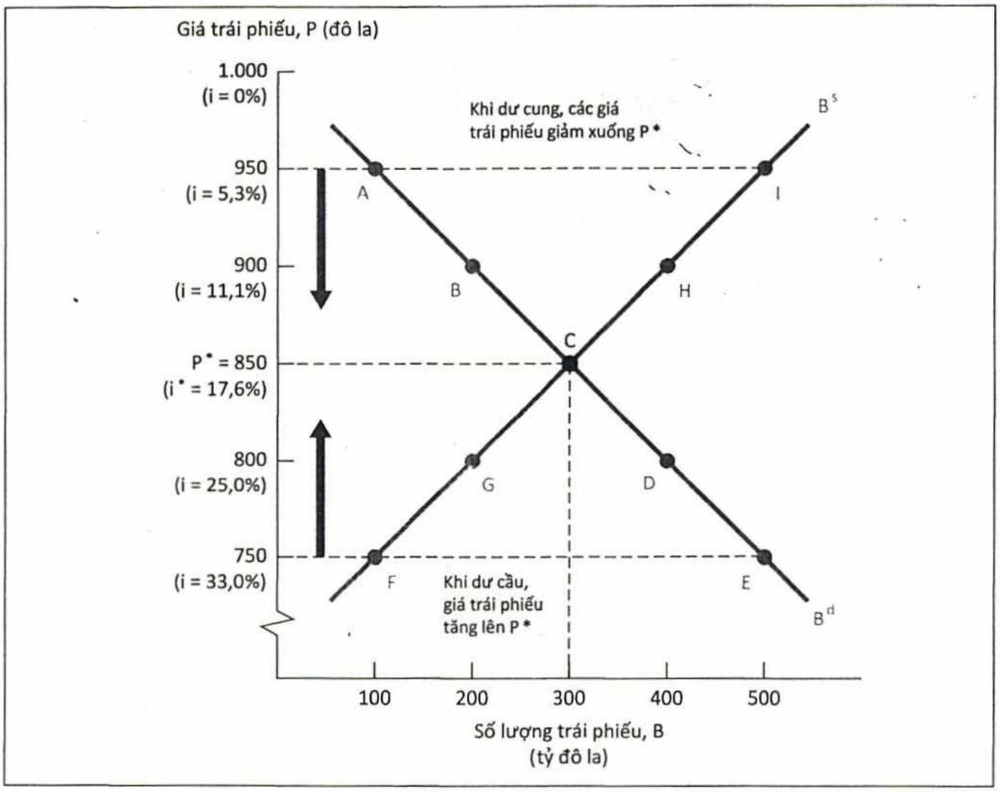
Bởi vì lợi suất kỳ vọng cao hơn, với các biến số kinh tế khác (như của cải, lợi suất kỳ vọng của các tài sản khác, rủi ro và tính thanh khoản) không đổi, theo lý thuyết danh mục đầu tư lượng cầu của trái phiếu này sẽ cao hơn. Điểm B trong Hình 1 cho thấy lượng cầu trái phiếu ở mức giá 900 đô la đã tăng lên 200 tỷ đô la. Tiếp tục với suy luận này, chúng ta thấy rằng nếu giá trái phiếu là 850 đô la (lãi suất và lợi suất kỳ vọng = 17,6%), lượng cầu trái

MyLab Economics Bài giảng mini

HÌNH 1

Cung và cầu trái phiếu

Trạng thái cân bằng trong thị trường trái phiếu xảy ra tại điểm C, là giao điểm của đường cầu B^d và đường cung trái phiếu B^s. Giá cân bằng là $P^* = 850$, và lãi suất cân bằng là $i^* = 17.6\%$.



phiếu (điểm C) sẽ lớn hơn tại điểm B. Tương tự, ở mức giá thấp hơn nữa là 800 đô la (lãi suất = 25%) và 750 đô la (lãi suất = 33,3%), lượng cầu trái phiếu sẽ còn cao hơn (điểm D và E). Đường B^d nối các điểm này là đường cầu trái phiếu. Nó có độ dốc đi xuống quen thuộc, cho thấy với mức giá thấp hơn của trái phiếu (mọi thứ khác bằng nhau), lượng cầu sẽ cao hơn.[2]

Đường cung

Một giả định quan trọng đằng sau đường cầu trái phiếu trong Hình 1 là tất cả các biến số kinh tế khác ngoài giá và lãi suất của trái phiếu được giữ không đổi. Chúng ta sử dụng giả định tương tự để xây dựng **đường cung**, cho thấy mối quan hệ giữa lượng cung và giá khi tất cả các biến số kinh tế khác được giữ không đổi.

Trong Hình 1, ở ví dụ của chúng ta khi giá của trái phiếu là 750 đô la (lãi suất = 33,3%), điểm F cho thấy lượng cung trái phiếu là 100 tỷ đô la. Nếu giá là 800, lãi suất ở

[2]Mặc dù phân tích của chúng ta chỉ ra rằng đường cầu dốc xuống, nhưng điều đó không có nghĩa là đường này là một đường thẳng. Tuy nhiên, để dễ trình bày, chúng ta sẽ vẽ đường cầu và đường cung dưới dạng đường thẳng.

mức thấp hơn là 25%. Bởi vì tại lãi suất này việc đi vay bằng cách phát hành trái phiếu trở nên rẻ hơn, các công ty sẽ sẵn sàng vay nhiều hơn bằng phát hành trái phiếu, và lượng cung trái phiếu ở mức cao hơn là 200 tỷ đô la (điểm G). Với mức giá cao hơn là 850 đô la, tương ứng với lãi suất thấp hơn là 17,6%, lượng trái phiếu được cung nhiều hơn là 300 tỷ đô la (điểm C). Những mức giá 900 và 950 đô la đi kèm với lãi suất thấp hơn nữa và lượng cung trái phiếu lớn hơn nữa (điểm H và I). Đường B^s nối các điểm này là đường cung của trái phiếu. Nó có độ dốc đi lên như các đường cung phổ biến khác, cho thấy rằng khi giá tăng (mọi thứ khác bằng nhau), lượng cung tăng lên.

Cân bằng thị trường

Trong kinh tế học, trạng thái **cân bằng thị trường** xảy ra khi lượng mà mọi người sẵn sàng mua (*cầu*) bằng với lượng mà mọi người sẵn sàng bán (*cung*) ở một mức giá nhất định. Trên thị trường trái phiếu, điều này đạt được khi lượng cầu trái phiếu bằng lượng cung trái phiếu:

$$B^d = B^s \tag{1}$$

Trong Hình 1, trạng thái cân bằng xảy ra tại điểm C, nơi đường cầu và đường cung giao nhau có giá trái phiếu là 850 đô la (lãi suất 17,6%) và lượng trái phiếu là 300 tỷ đô la. Giá $P^* = 850$, tại đó lượng cầu bằng lượng cung, được gọi là giá *cân bằng* hoặc giá *bù trừ thị trường*. Tương tự, lãi suất $i^* = 17,6\%$ tương ứng với mức giá này được gọi là lãi suất cân bằng hoặc lãi suất bù trừ thị trường.

Các khái niệm cân bằng thị trường và giá (hoặc lãi suất) cân bằng rất hữu ích vì thị trường có xu hướng điều chỉnh về điểm này. Chúng ta có thể thấy điều này trong Hình 1 bằng cách xem xét điều gì sẽ xảy ra khi giá trái phiếu cao hơn giá cân bằng. Khi giá trái phiếu quá cao, chẳng hạn, 950 đô la, lượng cung trái phiếu tại điểm I lớn hơn lượng cầu trái phiếu tại điểm A. Tình huống lượng cung trái phiếu vượt quá lượng cầu của trái phiếu như thế này được gọi là điều kiện **dư cung**. Bởi vì người muốn bán trái phiếu (người đi vay) nhiều hơn những người muốn mua (người cho vay-tiết kiệm), giá của trái phiếu sẽ giảm, thể hiện bằng mũi tên hướng xuống trong hình ở mức giá trái phiếu là 950 đô la. Chừng nào giá trái phiếu vẫn trên mức giá cân bằng, thì lượng cung trái phiếu sẽ tiếp tục dư và giá trái phiếu sẽ tiếp tục giảm. Sự sụt giảm này sẽ chỉ dừng lại khi giá đạt đến mức giá cân bằng là 850 đô la, là mức giá để lượng dư cung trái phiếu bị loại bỏ.

Bây giờ chúng ta hãy xem điều gì sẽ xảy ra khi giá trái phiếu thấp hơn giá cân bằng. Nếu giá trái phiếu quá thấp, chẳng hạn, 750 đô la, lượng cầu tại điểm E lớn hơn lượng cung tại điểm F. Đây được gọi là điều kiện **dư cầu**. Bây giờ người muốn mua trái phiếu (người cho vay-tiết kiệm) nhiều hơn những người sẵn sàng bán (người đi vay), vì vậy giá trái phiếu sẽ bị đẩy lên, như được minh họa bằng mũi tên hướng lên trong hình ở mức giá trái phiếu 750. Chỉ khi lượng cầu trái phiếu dư thừa đã bị loại bỏ do giá trái phiếu tăng lên mức cân bằng là 850 thì giá mới không có xu hướng tăng nữa.

Ta có thể thấy khái niệm giá cân bằng rất hữu ích vì nó cho biết thị trường sẽ ổn định ở đâu. Bởi vì mỗi mức giá trên trục tung của Hình 1 tương ứng với một giá trị cụ thể của lãi suất, hình này cũng cho thấy lãi suất sẽ hướng về mức cân bằng là 17,6%. Khi lãi suất thấp hơn lãi suất cân bằng, ví dụ như ở mức 5,3%, giá trái phiếu cao hơn giá cân bằng, và dẫn đến dư cung trái phiếu. Sau đó, giá của trái phiếu giảm, dẫn đến việc tăng lãi suất về mức

cân bằng. Tương tự, khi lãi suất ở trên mức cân bằng, như ở mức 33,3%, dư cầu trái phiếu xảy ra, và giá trái phiếu tăng, khiến lãi suất quay trở lại mức cân bằng 17,6%.

Phân tích Cung Cầu

Hình 1 là một đồ thị cung cầu truyền thống với giá trên trục tung và lượng trên trục hoành. Vì lãi suất tương ứng với mỗi giá trái phiếu được thể hiện trên trục tung, biểu đồ này cho phép xác định lãi suất cân bằng, cho chúng ta một mô hình để xác định lãi suất. Điều quan trọng cần lưu ý là biểu đồ cung cầu như Hình 1 có thể được vẽ cho *bất kỳ* loại trái phiếu nào vì lãi suất và giá của tất cả các loại trái phiếu *luôn* có quan hệ ngược chiều, dù là trái phiếu chiết khấu hay trái phiếu coupon.

Một điểm quan trọng ở đây là cung và cầu luôn được mô tả dưới dạng *tồn trữ* (số lượng tại một thời điểm nhất định) của tài sản, không phải dưới dạng *lưu lượng*. Khi xác định giá tài sản, **phương pháp tiếp cận thị trường tài sản** đối với biến động của thị trường tài chính nhấn mạnh vào khối lượng tồn trữ tài sản thay vì lưu lượng. Đây là phương pháp chủ đạo được các nhà kinh tế học sử dụng, bởi vì việc tiến hành phân tích chính xác về lưu lượng là rất khó, đặc biệt khi chúng ta tính tới lạm phát.[3]

SỰ THAY ĐỔI CỦA LÃI SUẤT CÂN BẰNG

Bây giờ chúng ta sẽ sử dụng khung lý thuyết cung cầu của trái phiếu để phân tích lý do tại sao lãi suất thay đổi. Để tránh nhầm lẫn, cần phải phân biệt giữa các chuyển *động dọc theo* đường cầu (hoặc cung) và *dịch chuyển* của đường cầu (hoặc cung). Khi lượng cầu (hoặc cung) thay đổi do giá trái phiếu thay đổi (hoặc tương đương, do lãi suất thay đổi), chúng ta có sự di chuyển dọc theo đường cầu (hoặc cung). Ví dụ, sự thay đổi của lượng cầu di chuyển từ điểm A đến điểm B đến điểm C trong Hình 1 là sự di chuyển dọc theo đường cầu. Ngược lại, sự dịch chuyển của đường cầu (hoặc cung) xảy ra khi lượng cầu (hoặc cung) thay đổi *ở mỗi mức giá (hoặc lãi suất) cho trước* của trái phiếu để đáp ứng với sự thay đổi của các nhân tố khác ngoài giá trái phiếu hoặc lãi suất. Khi một trong những nhân tố này thay đổi, gây ra sự dịch chuyển của đường cầu hoặc đường cung, sẽ có một giá trị cân bằng mới cho lãi suất.

Trong các trang tiếp theo, chúng ta sẽ xem xét cách đường cung và cầu dịch chuyển để đáp lại với những thay đổi của các biến, chẳng hạn như lạm phát kỳ vọng và của cải, và những thay đổi này có ảnh hưởng gì đến giá trị cân bằng của lãi suất.

[3]Phương pháp tiếp cận thị trường tài sản được phát triển trong quyển sách này không chỉ hữu ích trong việc hiểu cơ chế biến động của lãi suất mà còn hữu ích cho việc phân tích bất kỳ giá tài sản nào. Phụ lục thứ hai của chương này, tại địa chỉ www.pearson.com/mylab/economics, cho thấy cách tiếp cận thị trường tài sản có thể được áp dụng để hiểu biến động của thị trường hàng hóa — cụ thể là thị trường vàng. Có một cách giải thích khác sử dụng thuật ngữ và khung lý thuyết khác về thị trường trái phiếu so với cách thức mà chúng ta thực hiện trong chương, phân tích cung cầu đối với các quỹ có thể cho vay. Khung lý thuyết quỹ có thể cho vay được thảo luận trong phụ lục thứ ba của chương này, cũng có tại địa chỉ www.pearson.com/mylab/economics.

Dịch chuyển của cầu trái phiếu

Lý thuyết về lựa chọn danh mục đầu tư đã phát triển ở đầu chương cung cấp cho chúng ta một khung lý thuyết xác định những yếu tố nào sẽ khiến đường cầu trái phiếu dịch chuyển. Đó là sự thay đổi của bốn thông số sau:

1. Của cải
2. Lợi suất kỳ vọng tương đối của trái phiếu so với các tài sản thay thế
3. Rủi ro tương đối của trái phiếu so với các tài sản thay thế
4. Tính thanh khoản tương đối của trái phiếu so với các tài sản thay thế

Để xem sự thay đổi của từng yếu tố này (giữ tất cả các yếu tố khác không đổi) sẽ thay đổi đường cầu như thế nào, hãy lấy một số ví dụ. (Để hỗ trợ nghiên cứu, Bảng 2 tóm tắt tác động của những thay đổi trong các yếu tố này lên đường cầu trái phiếu.)

Của cải Khi nền kinh tế đang phát triển nhanh chóng trong chu kỳ kinh doanh mở rộng và của cải gia tăng, lượng cầu trái phiếu tăng lên ở mỗi giá trái phiếu (hoặc lãi suất), như thể hiện trong Hình 2. Để phân tích hãy chọn điểm B trên đường cầu ban đầu đối với trái phiếu, B_1^d. Khi của cải gia tăng, lượng cầu trái phiếu ở cùng một mức giá phải tăng lên, đến điểm B'. Tương tự, đối với điểm D, của cải gia tăng làm cho lượng cầu ở cùng giá trái phiếu tăng lên điểm *D'*. Tiếp tục lập luận này cho mọi điểm trên đường cầu ban đầu B_1^d, chúng ta có thể thấy rằng đường cầu dịch chuyển sang phải từ B_1^d đến B_2^d, như được chỉ ra bởi các mũi tên.

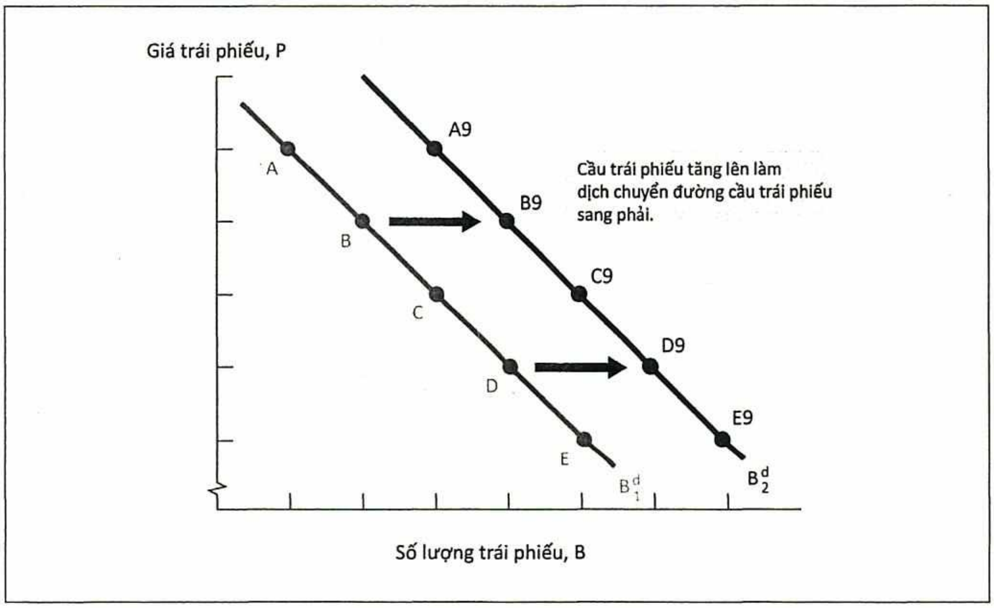
Chúng ta có thể kết luận rằng ***trong chu kỳ kinh doanh mở rộng với thu nhập và của cải gia tăng, cầu trái phiếu tăng lên và đường cầu trái phiếu dịch chuyển sang phải***. Áp dụng lý luận tương tự, ***trong thời kỳ suy thoái, khi thu nhập và của cải giảm, cầu trái phiếu giảm và đường cầu dịch chuyển sang trái.***

MyLab Economics Bài giảng mini

HÌNH 2

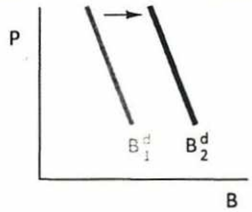
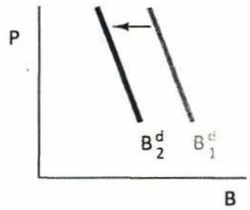
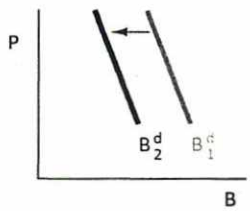
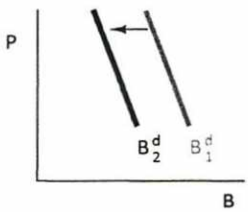
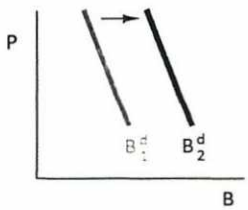
Dịch chuyển trong đường cầu trái phiếu

Khi cầu trái phiếu tăng, đường cầu dịch chuyển sang phải như trong hình.



BẢNG TÓM TẮT 2

Các yếu tố làm thay đổi đường cầu đối với trái phiếu

Biến	Thay đổi của Biến	Thay đổi về lượng cầu trái phiếu ở mỗi mức giá	Dịch chuyển đường cầu
Của cải	↑	↑	
Lãi suất kỳ vọng	↑	↓	
Lạm phát kỳ vọng	↑	↓	
Rủi ro tương đối của trái phiếu so với các tài sản khác	↑	↓	
Tính thanh khoản tương đối của trái phiếu so với các tài sản khác	↑	↓	

Lưu ý: Chỉ các biến số tăng được hiển thị. Tác động của việc giảm các biến lên cầu sẽ ngược lại với những tác động được chỉ ra trong các cột còn lại.

Một yếu tố khác ảnh hưởng đến của cải là xu hướng tiết kiệm của công chúng. Nếu các hộ gia đình tiết kiệm nhiều hơn, của cải tăng lên và như chúng ta đã thấy, cầu trái phiếu tăng lên và đường cầu trái phiếu dịch chuyển sang phải. Ngược lại, nếu mọi người tiết kiệm ít hơn, của cải và cầu trái phiếu giảm, và đường cầu dịch chuyển sang trái.

Lợi suất kỳ vọng Đối với trái phiếu chiết khấu một năm và thời hạn nắm giữ một năm, lợi suất kỳ vọng và lãi suất là giống nhau, vì vậy không có gì khác ảnh hưởng đến lợi suất kỳ vọng ngoài lãi suất hôm nay.

Đối với trái phiếu có kỳ hạn lớn hơn một năm, lợi suất kỳ vọng có thể khác với lãi suất. Ví dụ, chúng ta đã thấy trong Chương 4, Bảng 2, rằng việc tăng lãi suất trái phiếu dài hạn từ 10% lên 20% sẽ dẫn đến giá giảm mạnh và lợi suất âm rất lớn. Do đó, nếu mọi người bắt đầu nghĩ rằng trong năm tới lãi suất sẽ cao hơn so với dự đoán ban đầu, lợi suất kỳ vọng hôm nay của trái phiếu dài hạn sẽ giảm và lượng cầu sẽ giảm ở mỗi mức lãi suất. ***Lãi suất kỳ vọng tương lai cao hơn làm giảm lợi suất kỳ vọng đối với trái phiếu dài hạn, giảm lượng cầu và dịch chuyển đường cầu sang trái.***

Ngược lại, kỳ vọng rằng lãi suất tương lai thấp hơn có nghĩa là giá trái phiếu dài hạn sẽ tăng hơn dự đoán ban đầu và lợi suất kỳ vọng cao hơn ngày hôm nay sẽ làm tăng lượng cầu ở mỗi giá trái phiếu và lãi suất. ***Lãi suất kỳ vọng tương lai thấp hơn làm tăng cầu đối với trái phiếu dài hạn và dịch chuyển đường cầu sang phải*** (như trong Hình 2).

Những thay đổi trong lợi suất kỳ vọng của các tài sản khác cũng có thể làm dịch chuyển đường cầu trái phiếu. Nếu mọi người đột nhiên trở nên lạc quan hơn về thị trường cổ phiếu và bắt đầu kỳ vọng giá cổ phiếu cao hơn trong tương lai, thì cả lãi vốn kỳ vọng và lợi suất kỳ vọng đối với cổ phiếu sẽ tăng. Với lợi suất kỳ vọng của trái phiếu không đổi, lúc này lợi suất kỳ vọng tương đối của trái phiếu so với cổ phiếu sẽ giảm xuống, làm giảm nhu cầu về trái phiếu và dịch chuyển đường cầu sang trái. ***Sự gia tăng lợi suất kỳ vọng của các tài sản thay thế làm giảm cầu trái phiếu và dịch chuyển đường cầu sang trái.***

Sự thay đổi trong lạm phát kỳ vọng có thể làm thay đổi lợi suất kỳ vọng đối với tài sản vật chất (còn gọi là tài sản thực), chẳng hạn như ô tô và nhà ở, ảnh hưởng đến cầu trái phiếu. Sự gia tăng lạm phát kỳ vọng, ví dụ từ 5% lên 10% sẽ dẫn đến giá ô tô và nhà ở cao hơn trong tương lai, nghĩa là lãi vốn danh nghĩa cao hơn. Việc tăng lợi suất kỳ vọng ngày hôm nay đối với các tài sản thực này sẽ dẫn đến lợi suất kỳ vọng trên trái phiếu giảm tương đối so với lợi suất kỳ vọng trên tài sản thực và do đó khiến nhu cầu đối với trái phiếu giảm. Ngoài ra, chúng ta có thể nghĩ đến sự gia tăng lạm phát kỳ vọng làm giảm lãi suất thực tế của trái phiếu, và do đó lợi suất kỳ vọng tương đối của trái phiếu giảm sẽ khiến cầu trái phiếu giảm xuống. ***Sự gia tăng tỷ lệ lạm phát kỳ vọng làm giảm lợi suất kỳ vọng của trái phiếu, khiến cầu trái phiếu giảm và đường cầu dịch chuyển sang trái.***

Rủi ro Nếu giá cả trên thị trường trái phiếu biến động mạnh hơn, rủi ro của trái phiếu sẽ tăng lên và trái phiếu trở thành một tài sản kém hấp dẫn hơn. ***Mức độ rủi ro của trái phiếu tăng lên làm cho cầu trái phiếu giảm và đường cầu dịch chuyển sang trái.***

Ngược lại, sự gia tăng biến động giá cả trên một thị trường tài sản khác, chẳng hạn như thị trường cổ phiếu, sẽ làm cho trái phiếu trở nên hấp dẫn hơn. ***Mức độ rủi ro của các tài sản thay thế tăng lên làm cho nhu cầu về trái phiếu tăng lên và đường cầu dịch chuyển sang phải*** (như trong Hình 2).

Tính thanh khoản Nếu có nhiều người tham gia giao dịch trên thị trường trái phiếu làm cho trái phiếu có thể dễ dàng bán nhanh chóng hơn, thì tính thanh khoản của trái phiếu tăng lên sẽ khiến lượng cầu ở mỗi mức lãi suất tăng lên. ***Tính thanh khoản của trái phiếu tăng lên làm tăng cầu của trái phiếu và đường cầu dịch chuyển sang phải*** (xem

Hình 2). ***Tương tự, tính thanh khoản của các tài sản thay thế tăng lên làm giảm cầu của trái phiếu và dịch chuyển đường cầu sang trái.*** Ví dụ, việc giảm hoa hồng môi giới của giao dịch cổ phiếu phổ thông xảy ra khi cơ cấu tỷ lệ hoa hồng cố định bị bãi bỏ vào năm 1975, làm tăng tính thanh khoản tương đối của cổ phiếu so với trái phiếu, và kết quả là cầu trái phiếu thấp hơn làm dịch chuyển đường cầu sang trái.

Dịch chuyển của cung trái phiếu

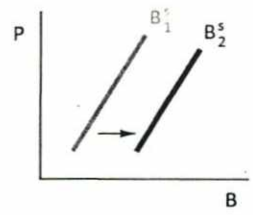
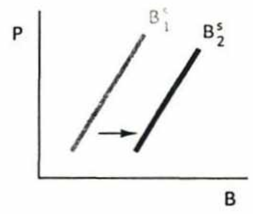
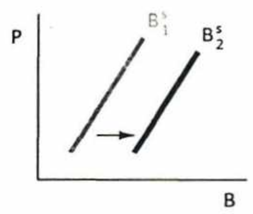
Một số yếu tố có thể làm cho đường cung trái phiếu dịch chuyển. Chúng bao gồm:

1. Khả năng sinh lợi kỳ vọng của các cơ hội đầu tư
2. Lạm phát kỳ vọng
3. Thâm hụt ngân sách của chính phủ

Chúng ta sẽ xem xét đường cung dịch chuyển như thế nào khi mỗi yếu tố này thay đổi (các yếu tố khác không đổi). (Để hỗ trợ nghiên cứu, Bảng 3 tóm tắt ảnh hưởng của những thay đổi trong các yếu tố này lên đường cung trái phiếu.)

BẢNG TÓM TẮT 3

Các yếu tố làm dịch chuyển cung trái phiếu

Biến	Thay đổi của Biến	Thay đổi lượng cung ở mỗi mức giá trái phiếu	Dịch chuyển đường cung
Khả năng sinh lợi của các khoản đầu tư	↑	↑	
Lạm phát kỳ vọng	↑	↑	
Thâm hụt chính phủ	↑	↑	

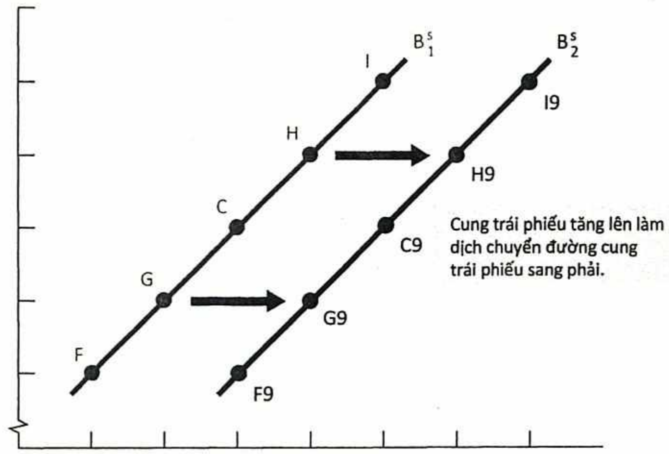
Lưu ý: Chỉ có sự gia tăng của biến được hiển thị. Tác động của việc giảm các biến đối với nguồn cung sẽ ngược lại với những tác động được chỉ ra trong các cột còn lại.

MyLab Economics Bài giảng mini

HÌNH 3

Dịch chuyển đường cung trái phiếu

Khi cung trái phiếu tăng, đường cung dịch chuyển sang phải.



Khả năng sinh lợi kỳ vọng của các cơ hội đầu tư Khi có nhiều cơ hội đầu tư sinh lợi vào nhà máy và thiết bị, các công ty sẵn sàng đi vay nhiều hơn để tài trợ cho các khoản đầu tư này. Khi nền kinh tế đang tăng trưởng nhanh, như ở chu kỳ kinh doanh mở rộng, các cơ hội đầu tư được kỳ vọng sẽ sinh lợi nhiều hơn và số lượng trái phiếu được cung cũng tăng lên ứng với mọi mức giá trái phiếu bất kỳ (ví dụ: từ G lên G' hoặc H lên H' trong Hình 3). Do đó, ***trong chu kỳ kinh doanh mở rộng, lượng cung trái phiếu tăng lên và đường cung dịch chuyển sang phải. Tương tự như vậy, trong thời kỳ suy thoái, khi kỳ vọng về các cơ hội đầu tư sinh lợi thấp hơn nhiều, cung trái phiếu giảm và đường cung dịch chuyển sang trái.***

Lạm phát kỳ vọng Như chúng ta đã thấy trong Chương 4, chi phí vay thực tế được đo lường chính xác nhất theo lãi suất thực, bằng lãi suất (danh nghĩa) trừ đi lạm phát kỳ vọng. Đối với một mức lãi suất (và giá trái phiếu) bất kỳ, khi lạm phát kỳ vọng tăng, chi phí vay thực tế giảm xuống; do đó, lượng cung trái phiếu tăng lên ở mọi mức giá trái phiếu bất kỳ. ***Lạm phát kỳ vọng tăng làm cung trái phiếu tăng và đường cung dịch chuyển sang phải*** (xem Hình 3), ***lạm phát kỳ vọng giảm làm cung trái phiếu giảm và đường cung dịch chuyển sang trái.***

Thâm hụt Ngân sách Chính phủ Các hoạt động của chính phủ có thể ảnh hưởng đến cung trái phiếu theo một số cách. Kho bạc Hoa Kỳ phát hành trái phiếu để tài trợ cho thâm hụt của chính phủ, gây ra bởi chênh lệch giữa chi tiêu và thu nhập của chính phủ. Khi những khoản thâm hụt này lớn, Kho bạc sẽ bán nhiều trái phiếu hơn, và số lượng cung trái phiếu ở mỗi giá trái phiếu tăng lên. ***Thâm hụt chính phủ cao hơn làm tăng cung trái phiếu và dịch chuyển đường cung sang phải*** (xem Hình 3). ***Mặt khác, thặng dư của chính phủ, như xảy ra vào cuối những năm 1990, làm giảm lượng cung trái phiếu và dịch chuyển đường cung sang trái.***

Chính quyền bang và địa phương và các cơ quan chính phủ khác cũng phát hành trái phiếu để tài trợ cho chi tiêu của họ, và điều này cũng có thể ảnh hưởng đến cung trái phiếu. Chúng ta sẽ thấy trong các chương sau rằng việc thực thi chính sách tiền tệ cũng liên quan đến việc mua và bán trái phiếu, từ đó ảnh hưởng đến lượng cung trái phiếu.

Bây giờ chúng ta có thể sử dụng kiến thức của mình về cách đường cung và đường cầu dịch chuyển để phân tích lãi suất cân bằng thay đổi như thế nào. Cách tốt nhất để làm điều này là nghiên cứu một số ứng dụng nổi bật liên quan đến cách chính sách tiền tệ ảnh hưởng đến lãi suất. Khi nghiên cứu các ứng dụng này, hãy ghi nhớ hai điều:

1. Khi chúng ta xem xét tác động của một biến thay đổi, hãy nhớ rằng chúng ta đang giả định rằng tất cả các biến khác đều không thay đổi; nghĩa là, chúng ta đang sử dụng giả định *ceteris paribus*.
2. Hãy nhớ rằng lãi suất có quan hệ tỷ lệ nghịch với giá trái phiếu, vì vậy khi giá trái phiếu cân bằng tăng lên, lãi suất cân bằng giảm. Ngược lại, nếu giá trái phiếu cân bằng hạ xuống, lãi suất cân bằng tăng lên.

ỨNG DỤNG Thay đổi lãi suất do thay đổi lạm phát kỳ vọng: Hiệu ứng Fisher

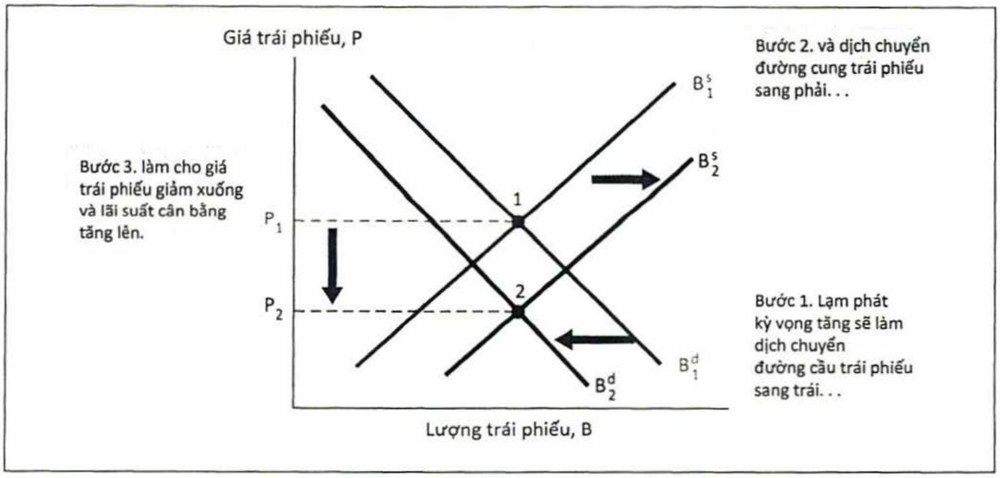
Chúng ta đã chuẩn bị gần như đầy đủ để đánh giá việc lạm phát kỳ vọng thay đổi ảnh hưởng đến lãi suất danh nghĩa như thế nào khi phân tích lạm phát kỳ vọng thay đổi làm thay đổi đường cung và cầu trái phiếu như thế nào. Hình 4 cho thấy ảnh hưởng của sự gia tăng lạm phát kỳ vọng đến lãi suất cân bằng.

MyLab Economics Bài giảng mini

HÌNH 4

Phản ứng với sự thay đổi trong lạm phát kỳ vọng

Khi lạm phát kỳ vọng tăng, đường cung thay đổi từ B_1^s đến B_2^s, và đường cầu thay đổi từ B_1^d đến B_2^d. Điểm cân bằng di chuyển từ điểm 1 đến điểm 2, làm cho giá trái phiếu cân bằng giảm từ P_1 xuống P_2 và lãi suất cân bằng tăng lên.

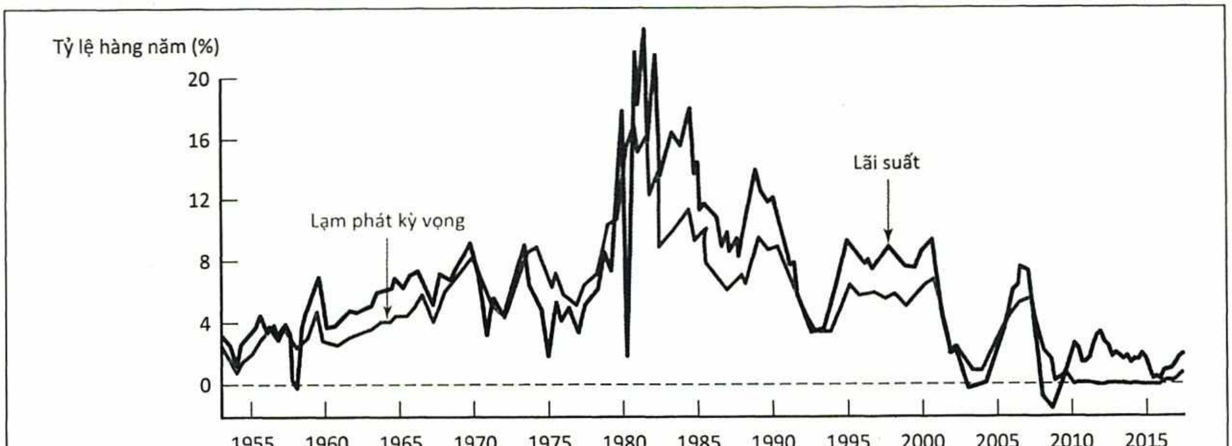


Giả sử rằng lạm phát kỳ vọng ban đầu là 5% và đường cung và đường cầu ban đầu B_1^s và B_1^d giao nhau tại điểm 1, giá trái phiếu cân bằng là P_1. Nếu lạm phát kỳ vọng tăng lên 10%, lợi suất kỳ vọng tương đối của trái phiếu so với tài sản thực sẽ giảm ứng với bất kỳ mức giá và lãi suất trái phiếu nào cho trước. Kết quả là, cầu trái phiếu giảm và đường cầu dịch chuyển sang trái từ B_1^d sang B_2^d. Sự gia tăng lạm phát kỳ vọng cũng làm dịch chuyển đường cung. Tại bất kỳ mức giá và lãi suất trái phiếu nào, chi phí đi vay thực tế giảm xuống, làm cho lượng cung trái phiếu tăng lên và đường cung dịch chuyển sang phải, từ B_1^s sang B_2^s.

Khi đường cầu và đường cung dịch chuyển để phản ứng với sự gia tăng của lạm phát kỳ vọng, điểm cân bằng di chuyển từ điểm 1 đến điểm 2, là giao điểm của B_2^d và B_2^s. Giá trái phiếu cân bằng giảm từ P_1 xuống P_2 và bởi vì giá trái phiếu có quan hệ ngược chiều với lãi suất, điều này có nghĩa là lãi suất cân bằng tăng lên. Lưu ý rằng Hình 4 được vẽ với lượng cân bằng của trái phiếu không đổi ở cả điểm 1 và điểm 2. Tuy nhiên, tùy thuộc vào sự dịch chuyển trong đường cung và cầu, lượng trái phiếu cân bằng có thể tăng hoặc giảm khi lạm phát kỳ vọng tăng.

Phân tích cung cầu đưa chúng ta đến một nhận xét quan trọng: ***Khi lạm phát kỳ vọng tăng, lãi suất sẽ tăng***. Kết quả này được đặt tên là **hiệu ứng Fisher**, theo tên của nhà kinh tế học Irving Fisher, người đầu tiên chỉ ra mối quan hệ của lạm phát kỳ vọng với lãi suất. Mức độ chính xác của dự đoán này được thể hiện trong Hình 5. Lãi suất tín phiếu kho bạc kỳ hạn 3 tháng thường thay đổi cùng với lạm phát kỳ vọng. Do đó, nhiều nhà kinh tế khuyến nghị rằng lạm phát phải được giữ ở mức thấp nếu chúng ta muốn giữ lãi suất danh nghĩa thấp.

MyLab Economics Dữ liệu thời gian thực



HÌNH 5 **Lạm phát và Lãi suất Kỳ vọng (Tín phiếu Kho bạc 3 tháng), 1953–2017**

Lãi suất tín phiếu kho bạc ba tháng và lạm phát kỳ vọng thường di chuyển cùng nhau, như hiệu ứng Fisher dự đoán.

Nguồn: Cơ sở dữ liệu của Ngân hàng Dự trữ Liên bang St. Louis FRED: https://fred.stlouisfed.org/series/TB3MS; https://fred.stlouisfed.org/series/CPIAUCSL/.

Lạm phát kỳ vọng được tính toán bằng cách sử dụng các quy trình được nêu trong Frederic S. Mishkin, "The Real Interest Rate: An Empirical Investigation," *Carnegie-Rochester Conference Series on Public Policy* 15 (1981): 151–200. Các thuật toán sử dụng ở đây coi lạm phát kỳ vọng như một hàm của lãi suất trong quá khứ, lạm phát và xu hướng thời gian.

ỨNG DỤNG Những thay đổi của lãi suất do chu kỳ kinh doanh mở rộng

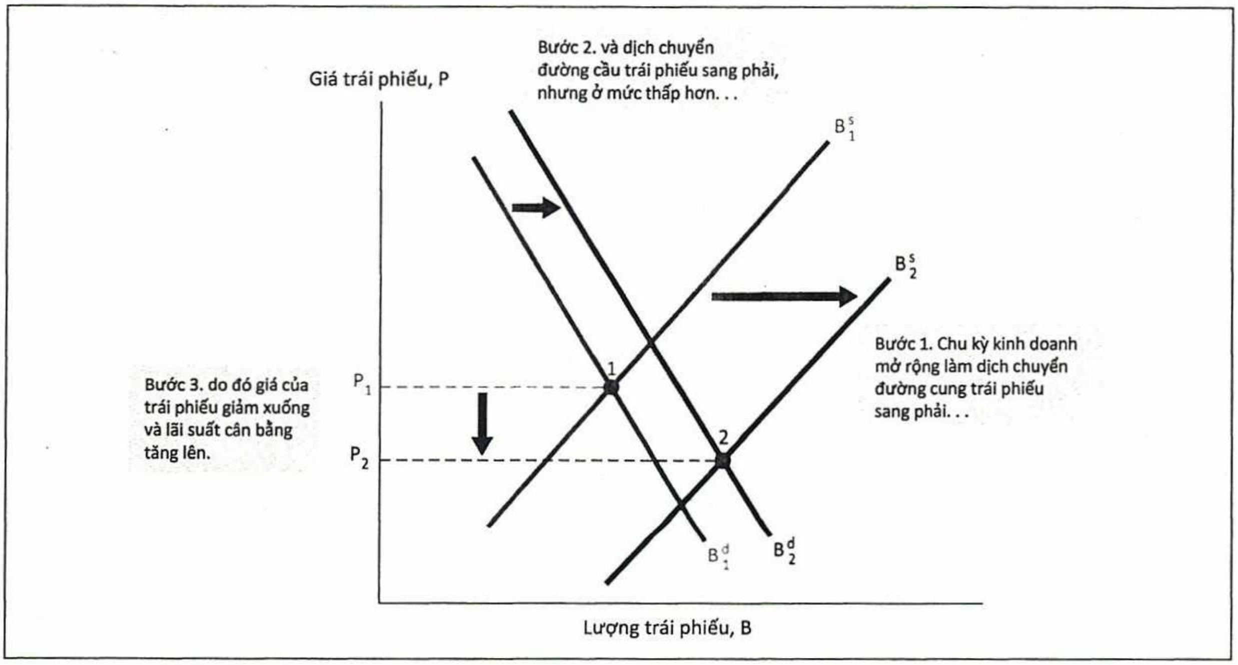
Hình 6 phân tích ảnh hưởng của chu kỳ kinh doanh mở rộng đối với lãi suất. Trong chu kỳ kinh doanh mở rộng, lượng hàng hóa và dịch vụ được sản xuất trong nền kinh tế tăng lên, do đó thu nhập quốc dân tăng lên. Khi điều này xảy ra, các doanh nghiệp sẵn sàng đi vay hơn vì họ cần tài trợ cho nhiều cơ hội đầu tư sinh lợi mới xuất hiện. Do đó, tại một mức giá trái phiếu bất kỳ, số lượng trái phiếu mà các công ty muốn bán (tức là, cung trái phiếu) sẽ tăng lên. Điều này có nghĩa là trong chu kỳ kinh doanh mở rộng, đường cung trái phiếu dịch chuyển sang phải từ B_1^s sang B_2^s (xem Hình 6).

Sự mở rộng của nền kinh tế cũng ảnh hưởng đến nhu cầu về trái phiếu. Khi nền kinh tế mở rộng, của cải sẽ có khả năng tăng lên và lý thuyết về lựa chọn danh mục đầu tư cho biết rằng cầu về trái phiếu cũng sẽ tăng lên. Ta thấy điều này trong Hình 6, khi đường cầu dịch chuyển sang phải, từ B_1^d sang B_2^d.

Khi cả đường cung và đường cầu đều dịch chuyển sang phải, điểm cân bằng mới tại giao điểm của B_2^d và B_2^s cũng sẽ dịch chuyển sang phải. Tuy nhiên, tùy thuộc vào việc đường cung dịch chuyển nhiều hơn hay ngược lại đường cầu dịch chuyển nhiều hơn, lãi suất cân bằng mới sẽ tăng hoặc giảm.

Phân tích cung cầu trong trường hợp này cho chúng ta một câu trả lời không rõ ràng về biến động lãi suất khi chu kỳ kinh doanh mở rộng. Hình 6 đã được vẽ với sự dịch chuyển của đường cung lớn hơn sự dịch chuyển của đường cầu, làm cho giá trái phiếu cân bằng

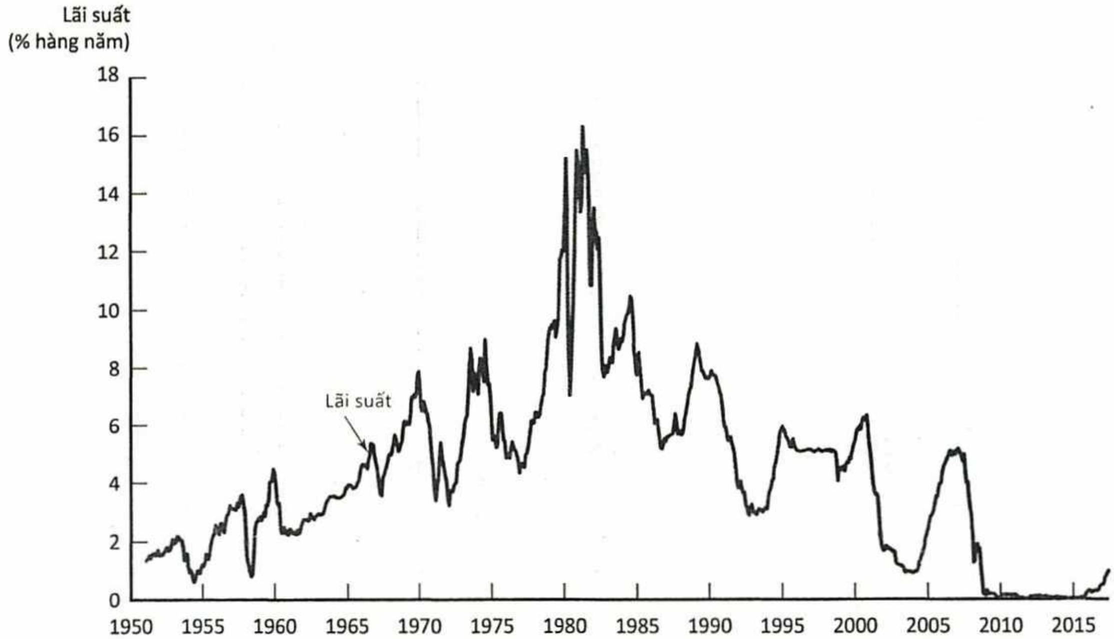
MyLab Economics Bài giảng mini



HÌNH 6 Phản ứng đối với chu kỳ kinh doanh mở rộng

Trong chu kỳ kinh doanh mở rộng, khi thu nhập và của cải tăng lên, đường cầu dịch chuyển phải từ B_1^d sang B_2^d. Nếu đường cung dịch chuyển sang phải nhiều hơn đường cầu, như trong hình này, giá trái phiếu cân bằng di chuyển xuống từ P_1 xuống P_2 và lãi suất cân bằng tăng lên.

MyLab Economics Dữ liệu thời gian thực



HÌNH 7 Chu kỳ kinh doanh và lãi suất (Tín phiếu kho bạc ba tháng), 1951–2017

Các vùng mờ biểu thị thời kỳ suy thoái. Lãi suất có xu hướng tăng khi mở rộng chu kỳ kinh doanh và giảm trong thời kỳ suy thoái.

Nguồn: Cơ sở dữ liệu FRED của Ngân hàng Dự trữ Liên bang St. Louis: https://fred.stlouisfed.org/series/TB3MS

giảm xuống P_2 và lãi suất cân bằng tăng lên. Lý do chu kỳ kinh doanh mở rộng và tăng thu nhập dẫn đến lãi suất cao hơn trên hình vẽ là vì đây là kết quả của dữ liệu thực tế. Hình 7 thể hiện sự biến động của lãi suất tín phiếu Kho bạc Mỹ kỳ hạn 3 tháng từ năm 1951 đến năm 2017 và có đánh dấu thời điểm chu kỳ kinh doanh ở vào thời kỳ suy thoái (vùng bóng mờ). Như bạn có thể thấy, lãi suất có xu hướng tăng trong thời kỳ chu kỳ kinh doanh mở rộng và giảm trong thời kỳ suy thoái, như được chỉ ra bởi biểu đồ cung cầu trong Hình 6.

ỨNG DỤNG Giải thích mức lãi suất thấp hiện nay ở châu Âu, Nhật Bản và Hoa Kỳ: Lạm phát thấp và đình trệ kinh niên

Do hậu quả của cuộc khủng hoảng tài chính toàn cầu, lãi suất ở châu Âu và Hoa Kỳ, cũng như ở Nhật Bản, đã giảm xuống mức cực kỳ thấp. Như đã thảo luận trong Chương 4, chúng ta thấy rằng lãi suất thậm chí đôi khi chuyển sang âm. Tại sao lãi suất ở các nước này lại ở mức thấp như vậy?

Câu trả lời là lạm phát đã giảm xuống mức rất thấp ở tất cả các quốc gia này, thậm chí đôi khi còn ở mức âm, cùng lúc đó lại thiếu hụt các cơ hội đầu tư hấp dẫn. Với thực tế này, phân tích tương tự như trong ứng dụng trên, ta có thể giải thích tại sao lãi suất lại trở nên quá thấp.

Lạm phát rất thấp và thậm chí âm làm cho lợi suất kỳ vọng của tài sản thực giảm, làm tăng lợi suất kỳ vọng tương đối của trái phiếu, dẫn đến cầu trái phiếu tăng lên, và sẽ làm cho đường cầu dịch chuyển sang phải. Lạm phát thấp và thậm chí âm cũng làm tăng lãi suất thực và chi phí vay thực tế với bất kỳ lãi suất danh nghĩa nào, do đó làm cho cung trái phiếu thu hẹp và đường cung dịch chuyển sang trái. Kết quả sau đó hoàn toàn ngược lại với kết quả được vẽ trong Hình 4: Sự dịch chuyển sang phải của đường cầu và dịch chuyển sang trái của đường cung dẫn đến giá trái phiếu tăng và lãi suất giảm.

Tất cả các nước này cũng đang có tốc độ tăng trưởng kinh tế rất thấp và thiếu các cơ hội đầu tư sinh lợi. Cựu hiệu trưởng Đại học Harvard và cựu Bộ trưởng Tài chính Hoa Kỳ, Lawrence Summers, đã mô tả hiện tượng này bằng cụm từ "đình trệ kinh niên". Do đình trệ kinh niên, các công ty cắt giảm chi tiêu đầu tư của mình, dẫn đến việc họ cung ít trái phiếu hơn, làm dịch chuyển đường cung sang trái. Sự dịch chuyển sang trái của đường cung trái phiếu dẫn đến giá trái phiếu tăng thêm và lãi suất giảm (kết quả ngược lại với Hình 6).

Thông thường, chúng ta nghĩ rằng lãi suất thấp là một điều tốt bởi vì có thể đi vay với chi phí thấp. Nhưng những đợt lãi suất thấp gần đây ở Hoa Kỳ, Châu Âu và Nhật Bản cho thấy rằng cũng giống như một sự ngụy biện trong câu ngạn ngữ "Bạn không bao giờ có thể quá giàu hoặc quá gầy" (có thể bạn không thể quá giàu, nhưng chắc chắn bạn có thể quá gầy và do đó gây hại cho sức khỏe của bạn), việc nghĩ rằng lãi suất thấp hơn sẽ luôn tốt hơn là một sai lầm. Tại Hoa Kỳ, Châu Âu và Nhật Bản, lãi suất thấp và thậm chí âm là một dấu hiệu cho thấy các nền kinh tế này đang hoạt động không tốt, với tốc độ tăng trưởng chậm và lạm phát quá thấp.◆

CUNG VÀ CẦU TRÊN THỊ TRƯỜNG TIỀN: KHUNG LÝ THUYẾT ƯU TIÊN THANH KHOẢN

Một mô hình thay thế để xác định lãi suất cân bằng, do John Maynard Keynes phát triển, được gọi là **khung lý thuyết ưu tiên thanh khoản**. Khung lý thuyết này xác định lãi suất cân bằng theo cung và cầu tiền thay cho cung cầu trái phiếu. Mặc dù hai khung lý thuyết có vẻ khác nhau, nhưng phân tích ưu tiên thanh khoản ở thị trường tiền có liên quan chặt chẽ đến lý thuyết cung cầu của thị trường trái phiếu.[4]

Điểm khởi đầu trong phân tích của Keynes là giả định cho rằng mọi người sử dụng hai loại tài sản chính để tích trữ của cải: tiền và trái phiếu. Do đó, tổng của cải trong nền kinh tế phải bằng tổng lượng trái phiếu cộng với tiền trong nền kinh tế, bằng lượng cung trái phiếu (B^s) cộng với lượng cung tiền (M^s). Lượng cầu trái phiếu (B^d) cộng với lượng cầu tiền (M^d) cũng phải bằng tổng lượng của cải, bởi vì người ta không thể mua nhiều tài sản

[4]Lưu ý rằng thuật ngữ thị trường tiền đề cập đến thị trường của phương tiện trao đổi, tiền. Thị trường này khác với thị trường mà các nhà tài chính gọi là thị trường tiền tệ, thảo luận trong Chương 2, là thị trường tài chính tại đó giao dịch các công cụ nợ ngắn hạn.

hơn mức nguồn lực của họ cho phép. Do đó tổng lượng cung trái phiếu và tiền phải bằng tổng lượng cầu trái phiếu và tiền:

$$B^s + M^s = B^d + M^d \tag{2}$$

Dồn trái phiếu về một bên của phương trình và tiền về bên kia, phương trình này có thể được viết lại thành

$$B^s - B^d = M^d - M^s \tag{3}$$

Phương trình 3 cho chúng ta biết rằng nếu thị trường tiền ở trạng thái cân bằng ($M^s = M^d$), thì vế phải của phương trình bằng 0, ngụ ý rằng $B^s = B^d$, điều này có nghĩa là thị trường trái phiếu cũng ở trạng thái cân bằng.

Do đó, chúng ta đi đến cùng một kết quả cho dù chúng ta xác định lãi suất cân bằng bằng cách cân bằng cung và cầu trái phiếu hay bằng cách cân bằng cung và cầu tiền. Theo nghĩa này, khung lý thuyết ưu tiên thanh khoản dùng phân tích thị trường tiền, sẽ tương đương với khung phân tích cung cầu trên thị trường trái phiếu. Thực tế các phương pháp tiếp cận này không hẳn giống nhau, vì với giả thiết chỉ có hai loại tài sản là tiền và trái phiếu, cách tiếp cận ưu tiên thanh khoản mặc nhiên bỏ qua các ảnh hưởng đến lãi suất phát sinh từ những thay đổi trong lợi nhuận kỳ vọng đối với các tài sản thực như ô tô và nhà ở. Tuy nhiên, trong hầu hết các trường hợp, cả hai khung lý thuyết đều mang lại những dự đoán giống nhau.

Lý do chúng ta tiếp cận việc xác định lãi suất bằng cách sử dụng cả hai khung lý thuyết là lý thuyết cung cầu trái phiếu dễ sử dụng hơn để phân tích các tác động gây ra bởi những thay đổi trong lạm phát kỳ vọng, trong khi lý thuyết ưu tiên thanh khoản dễ sử dụng hơn để phân tích các tác động do những thay đổi trong thu nhập, mức giá và cung tiền.

Bởi vì định nghĩa về tiền được Keynes sử dụng bao gồm tiền giấy (không sinh lãi) và tiền gửi giao dịch (trong thời của ông thường có ít hoặc không có lãi), ông cho rằng tiền có lợi suất bằng không. Trái phiếu, tài sản thay thế duy nhất cho tiền trong khung lý thuyết của Keynes, có lợi suất kỳ vọng bằng với lãi suất *i*.[5] Khi lãi suất này tăng lên (mọi thứ khác không đổi), lợi suất kỳ vọng của tiền sẽ giảm tương đối so với lợi suất kỳ vọng của trái phiếu, theo lý thuyết lựa chọn danh mục đầu tư sẽ dẫn đến sụt giảm lượng cầu tiền.

Chúng ta cũng có thể thấy rằng lượng cầu tiền và lãi suất sẽ có quan hệ nghịch biến bằng cách sử dụng khái niệm **chi phí cơ hội**, là số tiền lãi (lợi suất kỳ vọng) bị hy sinh do không nắm giữ tài sản thay thế — trong trường hợp này là trái phiếu. Khi lãi suất trái phiếu *i* tăng, chi phí cơ hội của việc giữ tiền tăng lên; do đó tiền kém hấp dẫn hơn và lượng cầu tiền giảm.

Hình 8 cho thấy lượng cầu tiền tương ứng với một số mức lãi suất, với tất cả các biến số kinh tế khác, chẳng hạn như thu nhập và mức giá, được giữ không đổi. Với lãi suất 25%, điểm A cho thấy lượng cầu tiền là 100 tỷ đô la. Nếu lãi suất ở mức thấp hơn 20%, chi phí cơ hội của việc giữ tiền sẽ thấp hơn và lượng cầu tiền tăng lên 200 tỷ đô la, được chỉ ra bởi sự di chuyển từ điểm A đến điểm B. Nếu lãi suất càng thấp hơn, lượng cầu về tiền càng cao

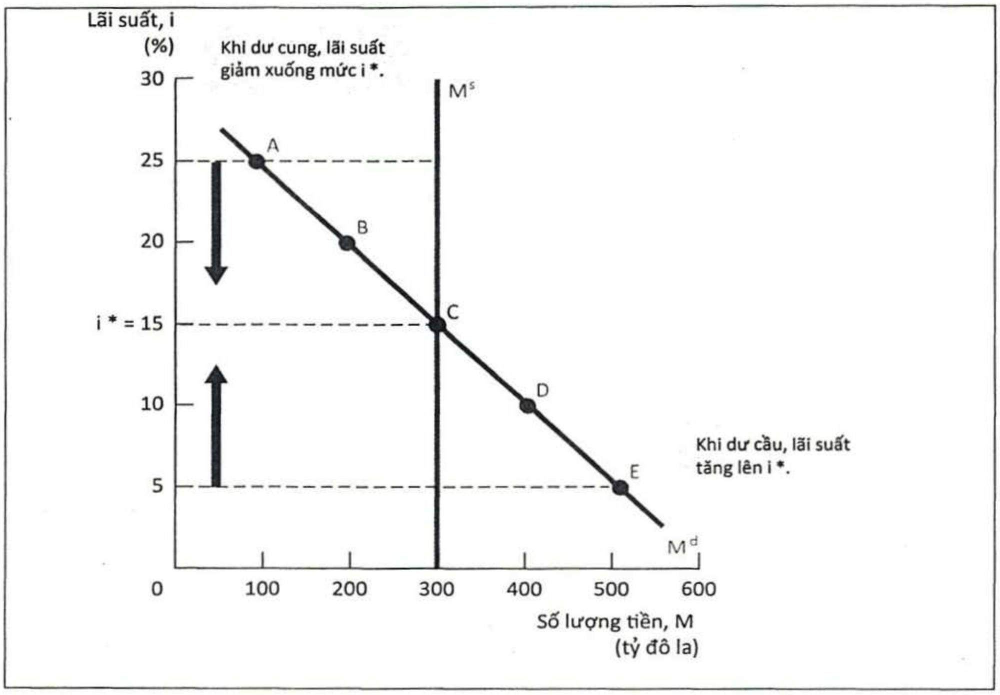
[5]Keynes không thực sự cho rằng lợi nhuận kỳ vọng của trái phiếu bằng lãi suất mà cho rằng chúng có liên quan chặt chẽ với nhau. Sự phân biệt này không tạo ra sự khác biệt đáng kể trong phân tích của chúng ta.

MyLab Economics Bài giảng mini

HÌNH 8

Trạng thái cân bằng trên thị trường tiền

Trạng thái cân bằng trên thị trường tiền xảy ra tại điểm C, giao điểm của đường cầu tiền M^d và đường cung tiền M^s. Lãi suất cân bằng là i^* = 15%.



hơn, được chỉ ra bởi các điểm C, D và E. Đường M^d nối các điểm này là đường cầu tiền và nó dốc xuống.

Tại điểm này, chúng ta sẽ giả định rằng ngân hàng trung ương kiểm soát một lượng cung tiền cố định là 300 tỷ đô la, do đó đường cung tiền M^s trong hình là một đường thẳng đứng ở 300 tỷ. Điểm cân bằng mà tại đó lượng cầu tiền bằng lượng tiền cung ứng xảy ra tại giao điểm của đường cung và đường cầu tại điểm C, tại đó

$$M^d = M^s \tag{4}$$

Kết quả lãi suất cân bằng là i^* = 15%.

Một lần nữa ta có thể thấy xu hướng điều chỉnh về lãi suất cân bằng này, đầu tiên hãy nhìn vào quan hệ của cung và cầu tiền khi lãi suất cao hơn lãi suất cân bằng. Khi lãi suất là 25%, lượng cầu tiền tại điểm A là 100 tỷ đô la, nhưng lượng cung tiền là 300 tỷ đô la. Dư cung tiền có nghĩa là mọi người đang giữ nhiều tiền hơn mức họ mong muốn, vì vậy họ sẽ tìm cách hạ hết số dư tiền của mình bằng việc mua trái phiếu. Do đó, giá trái phiếu được đẩy lên. Khi giá trái phiếu tăng, lãi suất sẽ giảm về lãi suất cân bằng là 15%. Xu hướng này được thể hiện bằng mũi tên hướng xuống được vẽ ở mức lãi suất 25%.

Tương tự như vậy, nếu lãi suất là 5%, lượng cầu tiền tại điểm E là 500 tỷ đô la, nhưng lượng tiền cung ứng chỉ là 300 tỷ đô la. Lúc này xảy ra dư cầu tiền bởi vì mọi người muốn

giữ nhiều tiền hơn số tiền hiện có. Để có được nhiều tiền hơn, họ sẽ bán tài sản khác duy nhất của họ - trái phiếu - và giá trái phiếu sẽ giảm. Khi giá của trái phiếu giảm, lãi suất sẽ tăng về mức cân bằng là 15%. Chỉ khi lãi suất ở giá trị cân bằng thì nó sẽ không có xu hướng di chuyển nữa và vì vậy lãi suất sẽ ổn định ở giá trị này.

THAY ĐỔI LÃI SUẤT CÂN BẰNG TRONG KHUNG LÝ THUYẾT ƯU TIÊN THANH KHOẢN

Muốn sử dụng khung lý thuyết ưu tiên thanh khoản để phân tích sự thay đổi của lãi suất cân bằng, chúng ta phải hiểu nguyên nhân làm dịch chuyển đường cầu và đường cung tiền.

Dịch chuyển cầu tiền

Trong phân tích ưu tiên thanh khoản của Keynes, có hai yếu tố làm cho đường cầu tiền dịch chuyển: thu nhập và mức giá.

Hiệu ứng thu nhập Theo quan điểm của Keynes, có hai lý do khiến thu nhập ảnh hưởng đến cầu tiền. Thứ nhất, khi nền kinh tế mở rộng và thu nhập tăng, của cải tăng lên và mọi người muốn giữ nhiều tiền hơn để lưu trữ giá trị. Thứ hai, khi nền kinh tế mở rộng và thu nhập tăng, mọi người muốn thực hiện nhiều giao dịch hơn và sử dụng tiền làm phương tiện trao đổi, và vì vậy họ cũng muốn giữ nhiều tiền hơn. Kết luận là ***mức thu nhập cao hơn làm cho cầu tiền ở mỗi mức lãi suất tăng lên và đường cầu dịch chuyển sang phải.***

Hiệu ứng mức giá Keynes cho rằng mọi người quan tâm đến số tiền họ nắm giữ theo điều kiện thực - nghĩa là theo lượng hàng hóa và dịch vụ mà họ có thể mua. Khi mức giá tăng lên, cùng một lượng tiền danh nghĩa không còn giá trị như cũ nữa; lượng tiền này không còn đủ để mua lượng hàng hóa hoặc dịch vụ thực như cũ. Để khôi phục lượng tiền nắm giữ theo giá trị thực của họ về mức cũ, mọi người sẽ muốn nắm giữ một lượng tiền danh nghĩa lớn hơn, do đó ***mức giá tăng làm cho cầu tiền ở mỗi mức lãi suất tăng lên và đường cầu dịch chuyển sang phải.***

Sự dịch chuyển của cung tiền

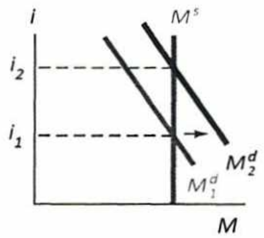
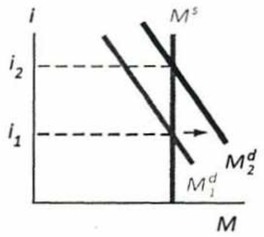
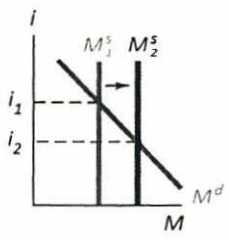
Chúng ta sẽ giả định rằng việc cung cấp tiền hoàn toàn được kiểm soát bởi ngân hàng trung ương, mà ở Hoa Kỳ là Cục Dự trữ Liên bang. (Trên thực tế, quá trình xác định cung tiền về cơ bản phức tạp hơn, liên quan đến ngân hàng, người gửi tiền và người đi vay ngân hàng. Chúng ta sẽ nghiên cứu chi tiết hơn về nó ở phần sau của cuốn sách.) Hiện tại, tất cả những gì chúng ta cần biết là ***việc Cục Dự trữ Liên bang gia tăng cung tiền sẽ làm dịch chuyển đường cung tiền sang phải.***

ỨNG DỤNG Những thay đổi về lãi suất cân bằng do thay đổi về thu nhập, mức giá hoặc cung tiền

Để xem có thể sử dụng khung lý thuyết ưu tiên thanh khoản như thế nào để phân tích sự biến động của lãi suất, chúng ta lại tìm hiểu một số ứng dụng sẽ giúp đánh giá tác động của chính sách tiền tệ đối với lãi suất. Khi xem qua các ứng dụng này, hãy nhớ sử dụng giả định *ceteris paribus*: Khi kiểm tra tác động của một thay đổi trong một biến, ta giữ tất cả các biến khác không đổi. (Để hỗ trợ nghiên cứu, Bảng 4 tóm tắt sự thay đổi của đường cầu và đường cung tiền.)

BẢNG TÓM TẮT 4

Các yếu tố làm thay đổi cầu và cung tiền

Biến	Thay đổi của Biến	Thay đổi Cầu tiền (M^d) hoặc Cung tiền (M^s) ở mỗi mức lãi suất	Thay đổi lãi suất	
Thu nhập		M^d		
Mức giá		M^d		
Cung tiền		M^s		

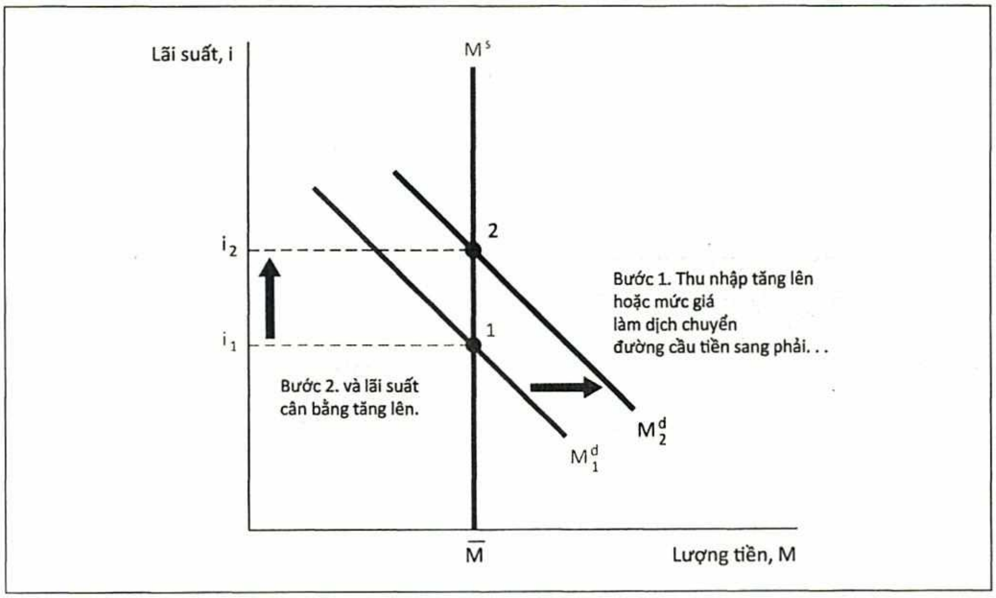
Lưu ý: Chỉ các thay đổi tăng của biến được hiển thị. Tác động của việc giảm các biến đối với cung và cầu sẽ ngược lại với những tác động được chỉ ra trong các cột còn lại.

MyLab Economics Bài giảng mini

HÌNH 9

Phản ứng với sự thay đổi thu nhập hoặc mức giá

Trong một chu kỳ kinh doanh mở rộng, khi thu nhập tăng lên, hoặc khi mức giá tăng lên, đường cầu dịch chuyển từ M_1^d đến M_2^d. Đường cung cố định tại $M^s = \overline{M}$. Lãi suất cân bằng tăng từ i_1 đến i_2.



Thay đổi trong thu nhập

Chúng ta đã thấy rằng khi thu nhập tăng lên trong chu kỳ kinh doanh mở rộng, cầu tiền tăng lên, thể hiện trong Hình 9 bằng sự dịch chuyển sang phải của đường cầu từ M_1^d sang M_2^d. Trạng thái cân bằng mới đạt được tại điểm 2, ở giao điểm của đường M_2^d với đường cung tiền M^s. Như bạn có thể thấy, lãi suất cân bằng tăng từ i_1 đến i_2. Do đó, lý thuyết ưu tiên thanh khoản kết luận rằng ***khi thu nhập tăng trong chu kỳ kinh doanh mở rộng (các biến khác không đổi)***, lãi suất sẽ tăng. Kết luận này là rõ ràng, không giống như kết luận mà chúng ta đạt được khi sử dụng khung lý thuyết cung và cầu trái phiếu.

Thay đổi trong mức giá

Khi mức giá tăng lên, giá trị của tiền tính theo sức mua của nó thấp hơn. Để khôi phục sức mua thực tế của tiền về mức cũ, mọi người cần giữ một lượng tiền danh nghĩa lớn hơn. Mức giá cao hơn làm dịch chuyển đường cầu tiền sang phải từ M_1^d sang M_2^d (xem Hình 9). Điểm cân bằng di chuyển từ điểm 1 đến điểm 2, với lãi suất cân bằng tăng từ i_1 đến i_2, minh họa rằng ***nếu mức giá tăng lên, khi lượng cung tiền và các biến số kinh tế khác không đổi, lãi suất sẽ tăng.***

Thay đổi trong cung tiền

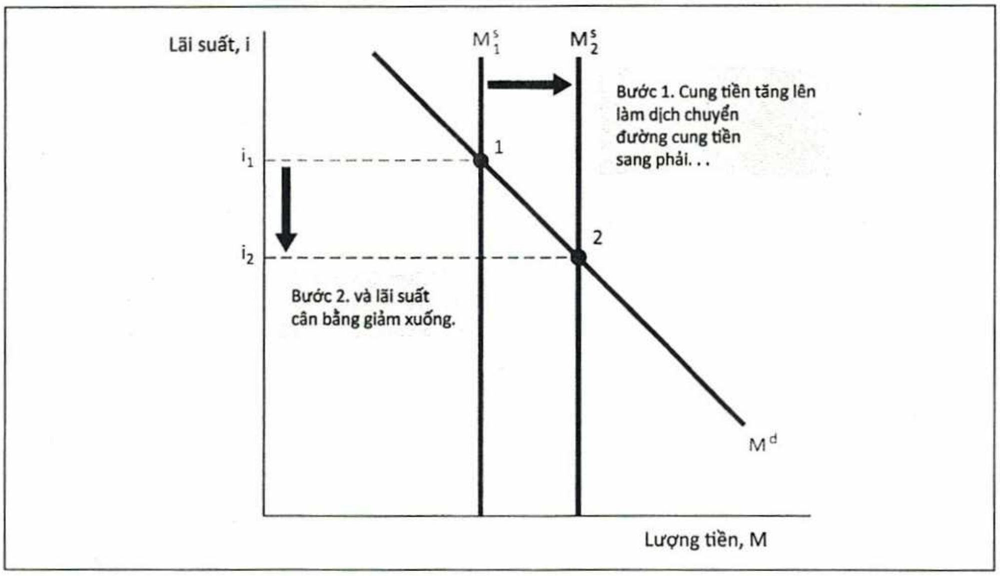
Cung tiền gia tăng do chính sách tiền tệ mở rộng của Cục Dự trữ Liên làm đường cung tiền dịch chuyển sang phải. Như trong Hình 10 với sự di chuyển của đường cung từ M_1^s sang M_2^s, điểm cân bằng di chuyển từ điểm 1 xuống điểm 2, nơi đường cung M^s giao với

MyLab Economics Bài giảng mini

HÌNH 10

Phản ứng với sự thay đổi trong cung tiền

Khi cung tiền tăng lên, đường cung dịch chuyển từ M_1^s sang M_2^s và lãi suất cân bằng giảm từ i_1 xuống i_2.



đường cầu M^d và lãi suất cân bằng giảm từ i_1 xuống i_2. ***Khi cung tiền tăng lên (mọi thứ khác đều bằng nhau), lãi suất sẽ giảm.***[6] •

TIỀN VÀ LÃI SUẤT

Phân tích ưu tiên thanh khoản trong Hình 10 cho thấy cung tiền tăng lên dường như sẽ làm giảm lãi suất. Kết luận này có ý nghĩa chính sách quan trọng bởi vì nó thường xuyên khiến các chính trị gia kêu gọi tăng cung tiền nhanh hơn khi cố gắnggiảm lãi suất.

Nhưng liệu có đúng khi kết luận rằng tiền và lãi suất có mối quan hệ ngược chiều? Liệu có còn các yếu tố quan trọng khác có thể làm thay đổi kết luận này đã không được đưa vào trong phân tích ở Hình 10 hay không? Chúng ta sẽ có câu trả lời cho những câu hỏi này bằng cách áp dụng phân tích cung cầu ở chương này để hiểu sâu hơn về mối quan hệ giữa tiền và lãi suất.

Milton Friedman, nhà kinh tế gia đoạt giải Nobel, đã đưa ra chỉ trích quan trọng với ý tưởng tăng cung tiền làm giảm lãi suất. Ông thừa nhận rằng phân tích ưu tiên thanh khoản là đúng và gọi kết quả trong đó sự gia tăng cung tiền (*mọi thứ khác không đổi*) làm giảm lãi suất – là **hiệu ứng thanh khoản**. Tuy nhiên, theo ông tác động thanh khoản chỉ là một phần của câu chuyện: Việc tăng cung tiền có thể không khiến "mọi thứ khác không đổi" và

[6] Có thể tìm ra kết quả tương tự bằng cách sử dụng khung lý thuyết cung cầu trái phiếu. Như chúng ta sẽ thấy trong Chương 14, ngân hàng trung ương tăng cung tiền chủ yếu bằng cách mua trái phiếu và do đó làm giảm cung trái phiếu. Kết quả là sự dịch chuyển sang trái của đường cung trái phiếu dẫn đến việc tăng giá cân bằng của trái phiếu và giảm lãi suất cân bằng.

sẽ có những tác động khác lên nền kinh tế, có thể khiến lãi suất tăng. Nếu những tác động này là đáng kể, lãi suất cũng hoàn toàn có thể tăng khi cung tiền tăng.

Thực ra chúng ta đã có nền tảng để thảo luận về những tác động khác này bởi vì chúng ta đã chỉ ra những thay đổi trong thu nhập, mức giá và lạm phát kỳ vọng ảnh hưởng như thế nào đến lãi suất cân bằng.

1. *Hiệu ứng Thu nhập*. Gia tăng cung tiền có thể làm cho thu nhập quốc dân và của cải tăng lên. Cả lý thuyết ưu tiên thanh khoản và cung cầu trái phiếu đều chỉ ra rằng lãi suất sau đó sẽ tăng (xem Hình 6 và 9). Do đó, ***tác động thu nhập của việc tăng cung tiền là lãi suất tăng lên để phản ứng với mức thu nhập cao hơn.***
2. *Hiệu ứng Mức Giá*. Cung tiền tăng cũng có thể làm cho mức giá chung trong nền kinh tế tăng lên. Lý thuyết ưu tiên thanh khoản dự đoán rằng điều này sẽ dẫn đến việc tăng lãi suất. Do đó, ***hiệu ứng mức giá từ sự gia tăng cung tiền là sự gia tăng lãi suất để phản ứng với sự gia tăng của mức giá.***
3. *Hiệu ứng Lạm phát Kỳ vọng*. Mức lạm phát tăng lên do gia tăng cung tiền cũng có thể ảnh hưởng đến lãi suất bằng cách tác động tới lạm phát kỳ vọng. Cụ thể, sự gia tăng cung tiền có thể khiến mọi người mong đợi một mức giá cao hơn trong tương lai và do đó mức lạm phát kỳ vọng sẽ cao hơn. Lý thuyết cung cầu trái phiếu đã cho thấy rằng sự gia tăng lạm phát kỳ vọng sẽ dẫn đến một mức lãi suất cao hơn. Do đó, ***tác động lạm phát kỳ vọng của việc tăng cung tiền là tăng lãi suất để đáp ứng với sự gia tăng của tỷ lệ lạm phát kỳ vọng.***

Thoạt nhìn, có thể thấy rằng hiệu ứng mức giá và hiệu ứng lạm phát kỳ vọng là một. Cả hai đều chỉ ra rằng sự gia tăng mức giá do cung tiền tăng lên sẽ làm tăng lãi suất. Tuy nhiên, có một sự khác biệt nhỏ giữa chúng, và đây là lý do tại sao chúng được thảo luận như hai hiệu ứng riêng biệt.

Giả sử một lần tăng cung tiền vào ngày hôm nay dẫn đến việc tăng giá lên mức cao hơn vĩnh viễn vào năm sau. Khi mặt bằng giá tăng trong suốt năm, lãi suất sẽ tăng do hiệu ứng mức giá. Chỉ vào thời điểm cuối năm, khi mặt bằng giá đã tăng đến mức đỉnh điểm, thì hiệu ứng mức giá mới ở mức tối đa.

Mức giá tăng cũng sẽ làm tăng lãi suất thông qua hiệu ứng lạm phát kỳ vọng, bởi vì mọi người sẽ kỳ vọng rằng lạm phát sẽ cao hơn trong suốt cả năm. Tuy nhiên, khi mức giá ngừng tăng vào năm tới, tỷ lệ lạm phát và lạm phát kỳ vọng sẽ trở lại bằng không. Bất kỳ sự tăng lãi suất nào do sự gia tăng trước đó của lạm phát kỳ vọng sẽ bị đảo ngược. Do đó, chúng ta thấy rằng trái ngược với hiệu ứng mức giá, sẽ có tác động lớn nhất vào năm tới, tác động lạm phát kỳ vọng sẽ có tác động nhỏ nhất (tác động bằng không) vào năm tới. Do đó, sự khác biệt cơ bản giữa hai hiệu ứng là hiệu ứng mức giá vẫn còn ngay cả sau khi giá đã ngừng tăng, trong khi hiệu ứng lạm phát kỳ vọng biến mất.

Một điểm quan trọng là hiệu ứng lạm phát kỳ vọng sẽ chỉ tồn tại khi mặt bằng giá tiếp tục tăng. Như chúng ta sẽ thấy trong phần thảo luận về lý thuyết tiền tệ trong các chương tiếp theo, sự gia tăng cung tiền một lần sẽ không tạo ra mức giá tăng liên tục; chỉ có tốc độ tăng cung tiền cao hơn mới có thể làm việc đó. Do đó, để hiệu ứng lạm phát kỳ vọng tiếp diễn cần có tốc độ tăng cung tiền cao hơn.

ỨNG DỤNG Liệu tốc độ tăng cung tiền cao hơn có làm giảm lãi suất không?

Bây giờ chúng ta có thể tổng hợp tất cả các tác động đã thảo luận để quyết định xem liệu phân tích của chúng ta có ủng hộ các chính trị gia muốn tăng cung tiền khi họ cảm thấy rằng lãi suất quá cao hay không. Trong tất cả các tác động, chỉ có hiệu ứng thanh khoản cho thấy tốc độ tăng cung tiền cao hơn sẽ làm giảm lãi suất. Ngược lại, các hiệu ứng thu nhập, mức giá và lạm phát kỳ vọng cho thấy lãi suất sẽ tăng khi tăng trưởng tiền cao hơn. Hiệu ứng nào trong số các hiệu ứng này là lớn nhất và mỗi hiệu ứng có tác dụng nhanh như thế nào? Câu trả lời cho các câu hỏi trên rất quan trọng trong việc xác định liệu lãi suất sẽ tăng hay giảm khi tăng trưởng cung tiền.

Nói chung, hiệu ứng thanh khoản từ sự tăng trưởng tiền cao hơn sẽ có hiệu lực ngay lập tức, bởi vì cung tiền tăng lên dẫn đến sự sụt giảm ngay lập tức trong lãi suất cân bằng. Hiệu ứng thu nhập và mức giá mất nhiều thời gian hơn để phát huy tác dụng vì cần có thời gian để cung tiền ngày càng tăng để nâng mức giá và thu nhập, do đó làm tăng lãi suất. Hiệu ứng lạm phát kỳ vọng, cũng làm tăng lãi suất, có thể chậm hoặc nhanh, tùy thuộc vào việc mọi người điều chỉnh kỳ vọng lạm phát chậm hay nhanh khi tốc độ tăng tiền được tăng lên.

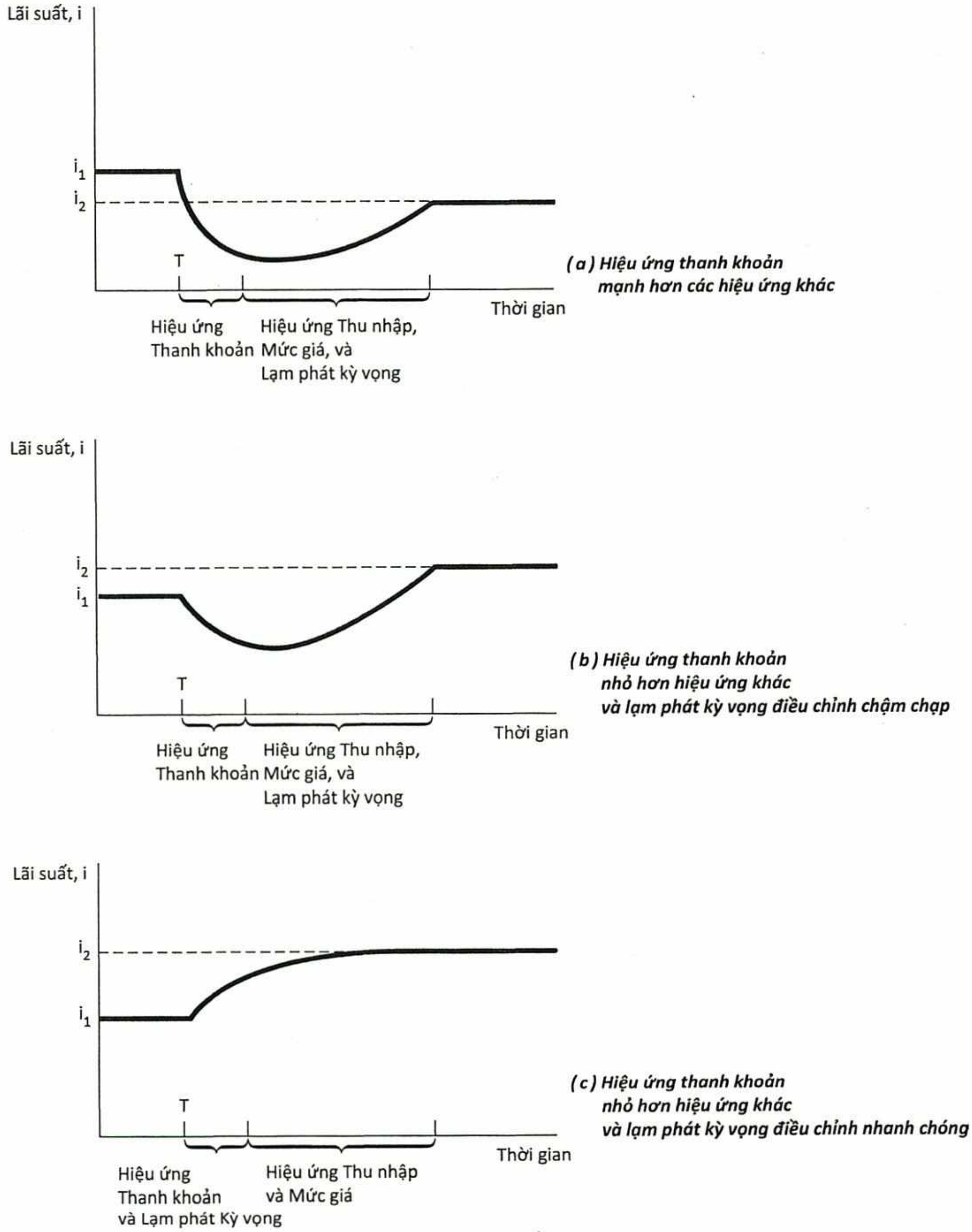
Hình 11 lược tả ba khả năng; cho thấy lãi suất phản ứng như thế nào theo thời gian với tốc độ tăng cung tiền tăng lên, bắt đầu từ thời điểm *T*. Bảng (a) cho thấy trường hợp hiệu ứng thanh khoản chi phối các tác động khác để lãi suất giảm từ i_1 tại thời điểm *T* xuống mức cuối cùng i_2. Hiệu ứng thanh khoản tác động nhanh chóng để giảm lãi suất, nhưng theo thời gian, các tác động khác bắt đầu đảo ngược một phần sự suy giảm. Tuy nhiên, do hiệu ứng thanh khoản lớn hơn các hiệu ứng khác nên lãi suất không bao giờ tăng trở lại mức ban đầu.

Trong bảng (b), hiệu ứng thanh khoản nhỏ hơn các hiệu ứng khác, với hiệu ứng lạm phát kỳ vọng tác động chậm do kỳ vọng lạm phát điều chỉnh tăng một cách chậm rãi. Ban đầu, hiệu ứng thanh khoản làm giảm lãi suất. Sau đó, thu nhập, mức giá và các tác động lạm phát kỳ vọng bắt đầu nâng lãi suất. Do những tác động này chiếm ưu thế, cuối cùng lãi suất tăng lên i_2. Trong ngắn hạn, tăng trưởng tiền sẽ khiến lãi suất giảm, nhưng cuối cùng sẽ lại tăng cao hơn mức ban đầu.

Trong bảng (c), hiệu ứng lạm phát kỳ vọng chiếm ưu thế và tác động nhanh chóng bởi vì mọi người nhanh chóng nâng kỳ vọng của họ về lạm phát khi tốc độ tăng tiền cao hơn. Hiệu ứng lạm phát kỳ vọng bắt đầu ngay lập tức để chế ngự hiệu ứng thanh khoản, và lãi suất ngay lập tức bắt đầu tăng. Theo thời gian, khi các hiệu ứng thu nhập và mức giá bắt đầu có hiệu lực, lãi suất thậm chí còn tăng cao hơn, và kết quả cuối cùng là lãi suất về cơ bản cao hơn lãi suất ban đầu. Kết quả cho thấy rõ ràng rằng tăng cung tiền tăng không phải là câu trả lời để giảm lãi suất; thay vào đó, tăng trưởng tiền nên được giảm bớt để hạ lãi suất!

Một vấn đề quan trọng đối với các nhà hoạch định chính sách kinh tế là quyết định xem kịch bản nào trong ba kịch bản này gần với thực tế nhất. Nếu muốn lãi suất giảm, thì khi hiệu ứng thanh khoản chiếm ưu thế so với các tác động khác tăng trưởng cung tiền là hợp lý, như trong bảng (a). Việc giảm tăng trưởng tiền là thích hợp khi các tác động khác chi phối tác động thanh khoản và kỳ vọng lạm phát điều chỉnh nhanh chóng, như trong bảng (c). Nếu các tác động khác chi phối hiệu ứng thanh khoản nhưng lạm phát kỳ vọng điều chỉnh chậm, như trong bảng (b), thì quyết định tăng hay giảm tốc độ tăng tiền phụ thuộc vào việc các nhà hoạch định chính sách quan tâm hơn đến các biến động ngắn hạn hay dài hạn.

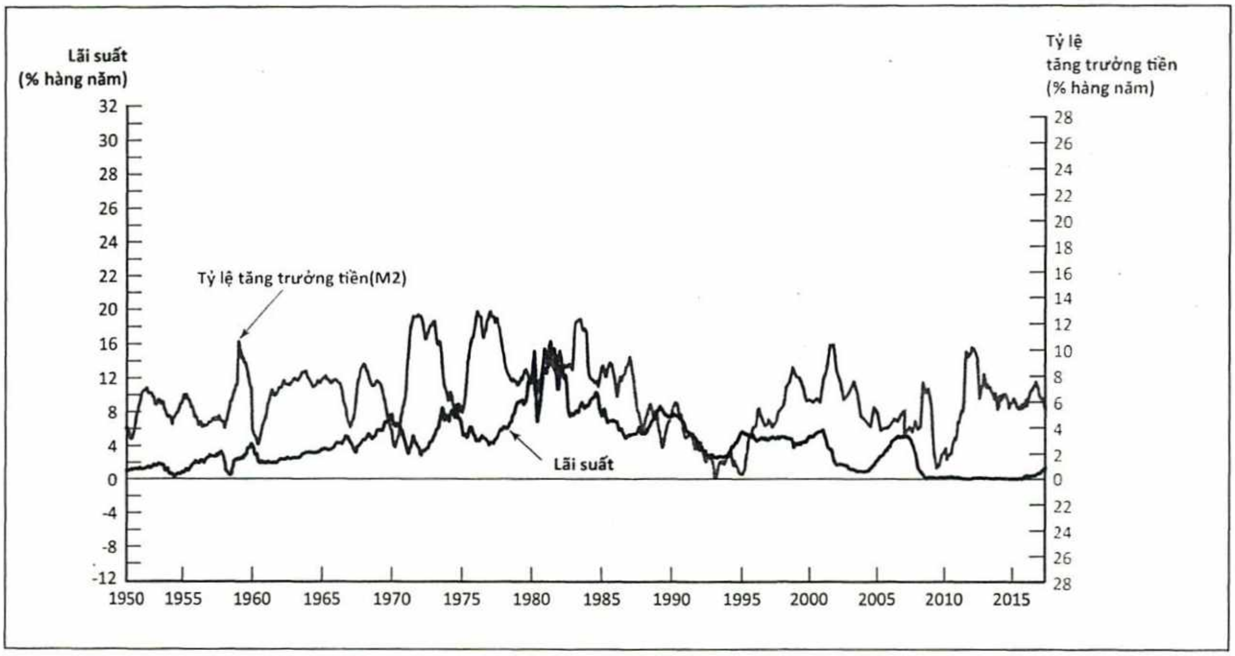
MyLab Economics Bài giảng mini



HÌNH 11 Phản ứng theo thời gian đối với sự gia tăng tăng trưởng cung tiền

Mỗi bảng hiển thị cách lãi suất phản ứng theo thời gian với sự gia tăng tốc độ tăng cung tiền, bắt đầu từ thời điểm ***T***.

MyLab Economics Dữ liệu thời gian thực



HÌNH 12 Tăng trưởng tiền (tỷ lệ hàng năm của M2) và Lãi suất (Tín phiếu Kho bạc 3 tháng), 1950–2017

Khi tỷ lệ tăng trưởng cung tiền bắt đầu tăng lên vào giữa những năm 1960, lãi suất tăng, cho thấy rằng hiệu ứng thanh khoản bị chi phối bởi hiệu ứng mức giá, thu nhập, và lạm phát kỳ vọng. Đến những năm 1970, cả lãi suất và tăng trưởng tiền đều đạt mức chưa từng có trong thời kỳ hậu Thế chiến II.

***Source:* Cơ sở dữ liệu của Ngân hàng Dự trữ Liên bang St. Louis FRED:** https://fred.stlouisfed.org/series/M2SL; https://fred.stlouisfed.org/series/TB3MS

Kịch bản nào được hỗ trợ bởi bằng chứng thực tế? Mối quan hệ giữa lãi suất và tăng trưởng tiền từ năm 1950 đến năm 2017 được thể hiện trong Hình 12. Khi tốc độ tăng cung tiền bắt đầu tăng vào giữa những năm 1960, lãi suất tăng, cho thấy hiệu ứng thanh khoản bị chi phối bởi hiệu ứng mức giá, thu nhập và lạm phát kỳ vọng. Vào những năm 1970, lãi suất đạt mức chưa từng có trong thời kỳ hậu Thế chiến thứ hai, cũng như tốc độ tăng cung tiền. Sự suy giảm tăng trưởng cung tiền từ đầu những năm 1980 cho đến đầu những năm 1990 gắn liền với sự sụt giảm của lãi suất. Tuy nhiên, kể từ năm 1995 khi tỷ lệ lạm phát khá ổn định, không có mối quan hệ rõ ràng giữa tăng trưởng cung tiền và lãi suất.

Kịch bản được mô tả trong bảng (a) của Hình 11 có vẻ không đáng tin, và lập luận ủng hộ hạ lãi suất bằng cách tăng tốc độ tăng trưởng tiền không đủ thuyết phục. Nhìn lại Hình 5, cho thấy mối quan hệ giữa lãi suất và lạm phát kỳ vọng, bạn sẽ không thấy điều này quá ngạc nhiên. Tốc độ tăng cung tiền tăng trong những năm 1960 và 1970 đi kèm với sự gia tăng lạm phát kỳ vọng, trong khi sự sụt giảm tăng trưởng tiền từ đầu những năm 1980 đến đầu những năm 1990 cũng đi kèm với sự giảm lạm phát kỳ vọng. Cả hai sự kiện này đều cho thấy rằng hiệu ứng lạm phát kỳ vọng đang chiếm ưu thế. Đó là lời giải thích hợp lý nhất cho việc tại sao lãi suất lại tăng khi tiền tăng trưởng cao hơn và sau đó lại giảm khi tốc độ tăng trưởng tiền giảm. Tuy nhiên, Hình 12 không thực sự cho chúng ta biết kịch bản nào trong hai kịch bản được mô tả trong bảng (b) và (c) của Hình 11 là chính xác hơn. Nó phụ thuộc rất nhiều vào kỳ vọng của mọi người về lạm phát điều chỉnh nhanh như thế nào. Nghiên cứu được thực hiện bằng các phương pháp phức tạp hơn đã chỉ ra

rằng tăng trưởng tiền tăng tạm thời làm giảm lãi suất ngắn hạn và do đó phù hợp với kịch bản trong bảng (b). ◆

TÓM LƯỢC

1. Lý thuyết lựa chọn danh mục đầu tư cho chúng ta biết rằng lượng cầu của một tài sản (a) tương quan cùng chiều với của cải, (b) tương quan cùng chiều với lợi suất kỳ vọng tương đối của tài sản đó so với tài sản thay thế, (c) tương quan ngược chiều với rủi ro tương đối của tài sản đó so với tài sản thay thế, và (d) tương quan cùng chiều với tính thanh khoản tương đối của tài sản đó so với tài sản thay thế.
2. Phân tích cung cầu trái phiếu cung cấp một lý thuyết về cách xác định lãi suất. Nó dự đoán rằng lãi suất sẽ thay đổi khi có sự thay đổi của cầu do thay đổi về thu nhập (hoặc của cải), lợi suất kỳ vọng, rủi ro hoặc tính thanh khoản hoặc khi có sự thay đổi của cung do thay đổi về mức độ hấp dẫn của các cơ hội đầu tư, chi phí thực của việc đi vay, hoặc ngân sách chính phủ.
3. Một lý thuyết khác về cách xác định lãi suất là lý thuyết ưu tiên thanh khoản, phân tích cung cầu tiền. Nó cho thấy rằng lãi suất sẽ thay đổi khi cầu tiền thay đổi do thu nhập hoặc mức giá thay đổi, hoặc khi cung tiền thay đổi.
4. Có thể có bốn hiệu ứng lên lãi suất của việc tăng cung tiền: hiệu ứng thanh khoản, hiệu ứng thu nhập, hiệu ứng mức giá và hiệu ứng lạm phát kỳ vọng. Hiệu ứng thanh khoản chỉ ra rằng tăng cung tiền sẽ dẫn đến giảm lãi suất; các hiệu ứng khác hoạt động theo hướng ngược lại. Bằng chứng thực tiễn chỉ ra rằng dường như các hiệu ứng thu nhập, mức giá và lạm phát kỳ vọng chi phối hiệu ứng thanh khoản, do đó sự gia tăng tăng trưởng cung tiền dẫn đến lãi suất cao hơn - chứ không phải thấp hơn.

THUẬT NGỮ QUAN TRỌNG

cách tiếp cận thị trường tài sản, 92
đường cầu, 89
dư cầu, 91
dư cung, 91
lợi suất kỳ vọng, 87
hiệu ứng Fisher, 99
thanh khoản, 87
lý thuyết ưa thích thanh khoản, 102
trạng thái cân bằng thị trường, 91
chi phí cơ hội, 103
rủi ro, 87
đường cung, 90
lý thuyết lựa chọn danh mục đầu tư, 88
của cải, 87

CÂU HỎI

Tất cả các câu hỏi đều có trong **MyLab Economics** *tại* www.pearson.com/mylab/economics.

1. Giải thích lý do tại sao bạn muốn hay không muốn mua cổ phiếu của Microsoft trong các tình huống sau:
   a. Của cải của bạn giảm.
   b. Bạn kỳ vọng cổ phiếu tăng giá trị.
   c. Thị trường trái phiếu trở nên thanh khoản hơn.
   d. Bạn kỳ vọng vàng tăng giá trị.
   e. Giá cả trên thị trường trái phiếu trở nên biến động hơn.
2. Giải thích lý do tại sao bạn muốn hay không muốn mua nhà trong những trường hợp sau:
   a. Bạn vừa được thừa kế 100.000 đô la.
   b. Hoa hồng bất động sản giảm từ 6% xuống 5% giá bán.
   c. Bạn dự đoán cổ phiếu của Microsoft sẽ tăng gấp đôi giá trị trong năm tới.
   d. Giá cả trên thị trường chứng khoán trở nên biến động hơn.
   e. Bạn kỳ vọng giá nhà đất sẽ giảm.
3. Giải thích lý do tại sao bạn muốn hay không muốn mua vàng trong những trường hợp sau:
   a. Vàng một lần nữa được chấp nhận như một phương tiện trao đổi.
   b. Giá cả trên thị trường vàng trở nên biến động hơn.
   c. Bạn kỳ vọng lạm phát tăng, và giá vàng có xu hướng di chuyển cùng chiều với mức giá tổng.
   d. Bạn kỳ vọng lãi suất sẽ tăng.

4. Giải thích lý do tại sao bạn muốn hay không muốn mua trái phiếu dài hạn của AT&T trong các trường hợp sau:
   a. Giao dịch trái phiếu này tăng lên, làm cho chúng dễ bán hơn.
   b. Bạn mong đợi một thị trường cổ phiếu bear (giá cổ phiếu dự kiến sẽ giảm).
   c. Hoa hồng môi giới cổ phiếu giảm.
   d. Bạn kỳ vọng lãi suất sẽ tăng.
   e. Hoa hồng môi giới trên trái phiếu giảm.
5. Điều gì sẽ xảy ra với cầu đối với tranh Rembrandt nếu thị trường chứng khoán vào thời kỳ bùng nổ? Tại sao?
6. Raphael quan sát thấy rằng ở mức lãi suất hiện tại, có dư cung trái phiếu, và do đó ông dự đoán giá trái phiếu sẽ tăng lên. Raphael có đúng không?
7. Giả sử Maria thích mua một trái phiếu với lợi suất kỳ vọng 7% và độ lệch chuẩn 2% từ lợi suất kỳ vọng của nó, trong khi Jennifer thích mua một trái phiếu với lợi suất kỳ vọng 4% và độ lệch chuẩn 1% từ lợi suất kỳ vọng của nó. Bạn có thể cho biết Maria sợ rủi ro ít hay nhiều hơn so với Jennifer không?
8. Điều gì sẽ xảy ra trên thị trường trái phiếu nếu chính phủ áp đặt giới hạn số lượng giao dịch hàng ngày? Đặc điểm nào của tài sản này sẽ bị ảnh hưởng?
9. Kỳ vọng tăng đột ngột của người dân về giá bất động sản trong tương lai có thể ảnh hưởng đến lãi suất như thế nào?
10. Giả sử rằng nhiều công ty lớn quyết định không phát hành trái phiếu, vì hiện nay việc tuân thủ các quy định mới của thị trường tài chính là quá tốn kém. Bạn có thể mô tả hiệu ứng dự kiến đến lãi suất không?
11. Do hậu quả của cuộc khủng hoảng kinh tế toàn cầu bắt đầu diễn ra vào năm 2008, thâm hụt ngân sách của chính phủ Hoa Kỳ đã tăng lên đáng kể, nhưng lãi suất đối với các khoản nợ kho bạc Hoa Kỳ giảm mạnh và ở mức thấp trong một thời gian dài. Điều này có hợp lý không? Tại sao hoặc tại sao không?
12. Hoa hồng môi giới cổ phiếu giảm có ảnh hưởng đến lãi suất không? Giải thích câu trả lời của bạn.
13. Tổng thống Hoa Kỳ tuyên bố trong một cuộc họp báo rằng ông sẽ chống lại tỷ lệ lạm phát cao hơn bằng một chương trình chống lạm phát mới. Dự đoán điều gì sẽ xảy ra với lãi suất nếu công chúng tin tưởng ông ấy.
14. Giả sử rằng người Pháp quyết định tăng vĩnh viễn tỷ lệ tiết kiệm của họ. Dự đoán điều gì sẽ xảy ra với thị trường trái phiếu Pháp trong tương lai. Pháp có thể mong đợi lãi suất trong nước cao hơn hay thấp hơn?
15. Giả sử bạn đang phụ trách bộ phận tài chính của công ty và bạn phải quyết định vay ngắn hạn hay dài hạn. Kiểm tra tin tức, bạn nhận ra rằng chính phủ sắp tham gia vào một kế hoạch cơ sở hạ tầng lớn trong tương lai gần. Dự đoán điều gì sẽ xảy ra với lãi suất. Bạn sẽ tư vấn vay ngắn hạn hay dài hạn?
16. Các nhà hoạch định chính sách tài khóa có cần phải lo lắng về các tình huống lạm phát tiềm ẩn không? Tại sao hoặc tại sao không?
17. Tại sao mức giá (nhưng không phải lạm phát kỳ vọng) tăng lại làm cho lãi suất tăng khi cung tiền danh nghĩa là cố định?
18. Nếu chủ tịch tiếp theo của Hội đồng Dự trữ Liên bang ủng hộ tốc độ tăng tiền thậm chí còn chậm hơn chủ tịch hiện tại, điều gì sẽ xảy ra với lãi suất? Thảo luận về các tình huống có thể dẫn đến.
19. Tăng trưởng tiền M1 ở Mỹ vào khoảng 15% trong năm 2011 và 2012, và 10% vào năm 2013. Trong cùng khoảng thời gian, lãi suất trái phiếu kho bạc kỳ hạn 3 tháng gần bằng 0%. Với tốc độ tăng tiền cao như vậy, tại sao lãi suất lại ở mức thấp như vậy thay vì tăng lên? Điều này nói gì về hiệu ứng thu nhập, mức giá và lạm phát kỳ vọng?

BÀI TẬP ÁP DỤNG

Tất cả các bài tập áp dụng đều có trong **MyLab Economics** *tại* www.pearson.com/mylab/economics.

20. Giả sử bạn đến gặp cố vấn tài chính và bạn đang cân nhắc đầu tư một phần tài sản của mình vào một trong ba danh mục đầu tư: cổ phiếu, trái phiếu hoặc hàng hóa. Cố vấn tài chính của bạn cung cấp cho bạn bảng sau, bảng này đưa ra xác suất lợi nhuận có thể có từ mỗi khoản đầu tư:
    a. Bạn nên chọn khoản đầu tư nào để tối đa hóa lợi suất mong đợi của mình: cổ phiếu, trái phiếu hoặc hàng hóa?
    b. Nếu bạn không thích rủi ro và phải lựa chọn giữa đầu tư cổ phiếu và trái phiếu, bạn nên chọn cái nào? Tại sao?

Cổ phiếu		Trái phiếu		Hàng hóa	
Xác suất	Lợi suất	Xác suất	Lợi suất	Xác suất	Lợi suất
0,25	12%	0,6	10%	0,2	20%
0,25	10%	0,4	7,50%	0,25	12%
0,25	8%			0,25	6%
0,25	6%			0,25	4%
				0,05	0%

21. Một phương thức quan trọng để Cục Dự trữ Liên bang giảm cung tiền là bán trái phiếu cho công chúng. Sử dụng phân tích cung cầu trái phiếu, hãy cho biết hành động này có ảnh hưởng gì đến lãi suất. Câu trả lời này có phù hợp với những gì bạn kỳ vọng nếu sử dụng lý thuyết ưu tiên thanh khoản không?
22. Sử dụng cả lý thuyết ưu tiên thanh khoản và cung cầu trái phiếu, hãy chỉ ra lý do tại sao lãi suất lại có tính thuận chu kỳ (tăng khi nền kinh tế đang mở rộng và giảm trong thời kỳ suy thoái).
23. Sử dụng cả lý thuyết cung cầu trái phiếu và ưu tiên thanh khoản, hãy cho biết lãi suất bị ảnh hưởng như thế nào khi mức độ rủi ro của trái phiếu tăng lên. Kết quả có giống nhau trong hai khung lý thuyết không?
24. Đường cầu và đường cung đối với trái phiếu chiết khấu một năm có mệnh giá 1.000 đô la được biểu diễn bằng các phương trình sau:

    B^d: Giá = - 0,6 x Số lượng + 1140

    B^s: Giá = Số lượng + 700

    a. Giá cân bằng kỳ vọng và số lượng trái phiếu trên thị trường này là bao nhiêu?

    b. Cho câu trả lời của bạn cho phần (a), lãi suất kỳ vọng trên thị trường này là bao nhiêu?
25. Đường cầu và đường cung của trái phiếu kỳ hạn một năm có mệnh giá 1.000 đô la được biểu diễn bằng các phương trình sau:

    B^d: Giá = - 0,6 x Số lượng + 1140

    B^s: Giá = Số lượng + 700

Giả sử rằng, do kết quả của các hành động chính sách tiền tệ, Cục Dự trữ Liên bang bán 80 trái phiếu nó nắm giữ. Giả sử rằng cầu trái phiếu và cầu tiền không đổi.

a. Chính sách của Cục Dự trữ Liên bang ảnh hưởng đến phương trình cung trái phiếu như thế nào?

b. Tính ảnh hưởng của hành động của Cục Dự trữ Liên bang lên lãi suất cân bằng trên thị trường này..

BÀI TẬP PHÂN TÍCH DỮ LIỆU

Các bài tập được cập nhật bằng dữ liệu thời gian thực trong **MyLab Economics** và có thể dùng để thực hành hoặc để làm bài tập lớn

1. Truy cập cơ sở dữ liệu FRED của Cục Dự trữ Liên bang St. Louis và tìm dữ liệu về giá trị ròng của các hộ gia đình và tổ chức phi lợi nhuận (HNONWRQ027S) và trái phiếu kho bạc Mỹ kỳ hạn 10 năm (GS10). Đối với chỉ báo giá trị ròng, hãy điều chỉnh cài đặt đơn vị thành "Percent Change from Year Ago" và đối với trái phiếu 10 năm, hãy điều chỉnh cài đặt tần suất thành "Quarterly".

   a. Phần trăm thay đổi giá trị ròng trong năm gần đây nhất của dữ liệu là bao nhiêu? Tất cả những điều khác đều bằng nhau, bạn kỳ vọng điều gì sẽ xảy ra với giá và lợi suất trái phiếu kho bạc kỳ hạn 10 năm? Tại sao?

   b. Lợi suất trái phiếu kho bạc kỳ hạn 10 năm có thay đổi gì so với năm trước? Kết quả này có phù hợp với câu trả lời của bạn cho phần (a) không? Giải thích ngắn gọn.

2. Truy cập cơ sở dữ liệu FRED của Cục Dự trữ Liên bang St. Louis và tìm dữ liệu về cung tiền M1 (M1SL) và lãi suất trái phiếu kho bạc Mỹ kỳ hạn 10 năm (GS10). Đối với chỉ báo cung tiền M1, hãy điều chỉnh cài đặt đơn vị thành "Percent Change from Year Ago" và đối với cả hai biến, hãy điều chỉnh cài đặt tần suất thành "Quarterly". Tải dữ liệu xuống bảng tính.

a. Tạo biểu đồ phân tán, với tăng trưởng tiền trên trục hoành và tỷ giá Kho bạc 10 năm trên trục tung, từ năm 2000:Q1 đến quý gần đây nhất của dữ liệu. Trên biểu đồ phân tán, vẽ biểu đồ dữ liệu được khớp (hồi quy) (có một số phương pháp để thực hiện việc này; tuy nhiên, một định dạng biểu đồ cụ thể có tùy chọn này được tích hợp sẵn). Dựa trên đường hồi quy, dữ liệu có phù hợp với hiệu ứng thanh khoản không? Giải thích ngắn gọn.

b. Lặp lại phần (a), nhưng lần này so sánh tốc độ tăng trưởng tiền tệ cùng thời với lãi suất bốn quý sau đó. Ví dụ: tạo biểu đồ phân tán so sánh mức tăng trưởng tiền từ năm 2000: Q1 với lãi suất từ năm 2001: Q1, v.v., cho đến dữ liệu cặp gần đây nhất có sẵn. Hãy so sánh kết quả của bạn với những gì thu được trong phần (a), và giải thích hiệu ứng thanh khoản vì nó liên quan đến thu nhập, mức giá, và lạm phát kỳ vọng.

c. Lặp lại phần (a) một lần nữa, lần này so sánh tốc độ tăng trưởng tiền cùng thời với lãi suất tám quý sau đó. Ví dụ: tạo biểu đồ phân tán so sánh mức tăng trưởng tiền từ năm 2000: Q1 với lãi suất từ năm 2002: Q1, v.v., cho đến dữ liệu theo cặp gần đây nhất có sẵn. Giả sử thanh khoản và các hiệu ứng khác được phản ánh đầy đủ vào thị trường trái phiếu sau hai năm, kết quả ngụ ý gì về hiệu ứng tổng thể của tăng trưởng tiền đối với lãi suất?

d. Dựa trên câu trả lời của bạn cho các phần (a) đến (c), dữ liệu thực tế về tăng trưởng tiền tệ và lãi suất so sánh thế nào với ba kịch bản được trình bày trong Hình 11 của chương này?

BÀI TẬP WEB

1. Giá cả tăng lên làm xói mòn sức mua của đồng đô la. Sẽ rất thú vị khi tính toán những hàng hóa nào sẽ có giá vào một thời điểm nào đó trong quá khứ sau khi điều chỉnh theo lạm phát. Truy cập địa chỉ http://minneapolisfed.org/index.cfm. Một chiếc xe có giá 22.000 đô la ngày nay sẽ có giá bao nhiêu vào năm bạn sinh ra?
2. Một trong những luận điểm được đưa ra trong chương này là lạm phát làm xói mòn lợi nhuận đầu tư. Truy cập địa chỉ http://www.moneychimp.com/articles/econ/inflation_calculator.htm và xem xét những thay đổi trong lạm phát làm thay đổi lợi suất thực tế của bạn như thế nào bằng cách sử dụng máy tính lạm phát thứ hai. Điều gì xảy ra với sự khác biệt giữa giá trị tương lai của một khoản đầu tư và giá trị được điều chỉnh theo lạm phát của nó như
   a. lạm phát tăng?
   b. thời hạn đầu tư dài hơn?
   c. lợi nhuận kỳ vọng tăng?

TRANG WEB THAM KHẢO

http://www.federalreserve.gov/releases/H6/Current

Cục Dự trữ Liên bang báo cáo dữ liệu cung tiền vào lúc 4:30 chiều Thứ Năm hàng tuần.

6 Cấu trúc Rủi ro và Kỳ hạn của Lãi suất

Mục tiêu học tập

- Xác định và giải thích ba yếu tố tác động đến cấu trúc rủi ro của lãi suất..
- Liệt kê và giải thích ba lý thuyết giải thích tại sao lãi suất của các kỳ hạn khác nhau lại khác nhau.

Giới thiệu

Phân tích cung cầu lãi suất ở Chương 5 đã xác định các yếu tố quyết định của chỉ một loại lãi suất. Tuy nhiên, ta đã thấy trước đó rằng trên thực tế có rất nhiều trái phiếu với lãi suất rất khác nhau. Trong chương này, chúng ta hoàn thành bức tranh lãi suất bằng cách tìm hiểu mối quan hệ của các loại lãi suất với nhau. Việc hiểu được lý do tại sao lãi suất giữa các trái phiếu lại khác nhau có thể giúp các doanh nghiệp, ngân hàng, công ty bảo hiểm và nhà đầu tư tư nhân quyết định mua trái phiếu nào để đầu tư và bán trái phiếu nào.

Đầu tiên chúng ta cùng tìm hiểu tại sao những trái phiếu có cùng thời gian đáo hạn lại có lãi suất khác nhau. Mối quan hệ giữa các mức lãi suất này được gọi là **cấu trúc rủi ro của lãi suất**, mặc dù các quy tắc về rủi ro, tính thanh khoản và thuế thu nhập đều đóng vai trò quyết định cấu trúc rủi ro. Thời gian đáo hạn cũng ảnh hưởng đến lãi suất của trái phiếu, và mối quan hệ giữa lãi suất của các trái phiếu có thời gian đáo hạn khác nhau được gọi là **cấu trúc kỳ hạn của lãi suất**. Trong chương này, chúng ta xem xét các nguồn gốc và nguyên nhân của biến động các lãi suất so với nhau và tìm hiểu một số lý thuyết giải thích những biến động này.

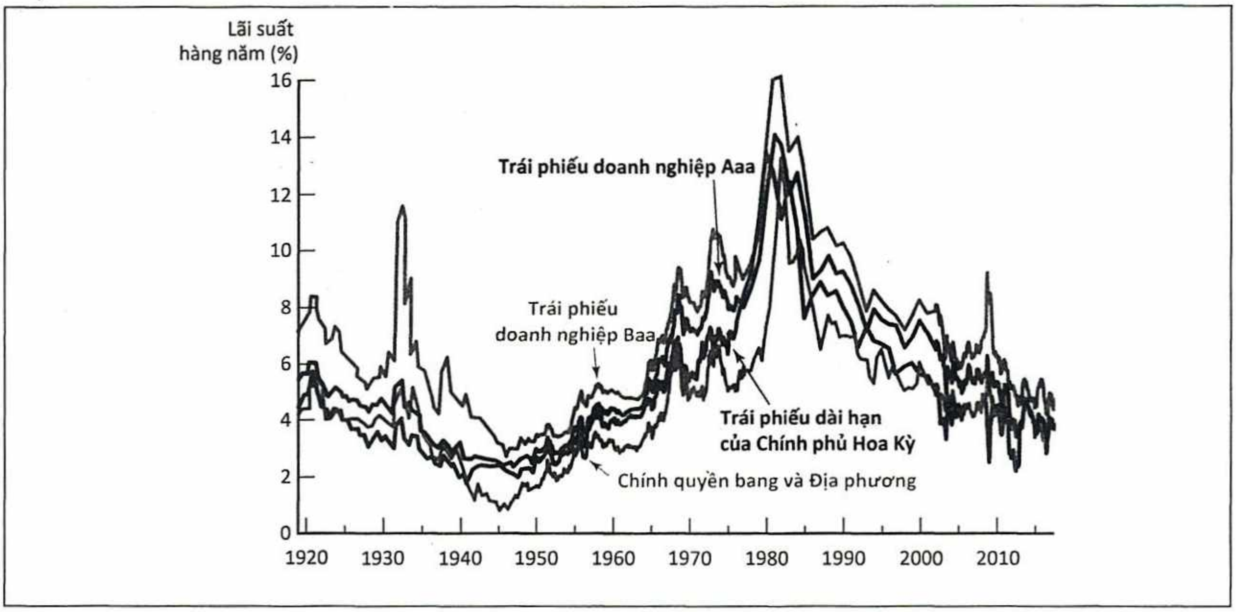
CẤU TRÚC RỦI RO CỦA LÃI SUẤT

Hình 1 cho thấy lãi suất đáo hạn của một số loại trái phiếu dài hạn từ năm 1919 đến năm 2017. Qua đây, chúng ta thấy hai đặc điểm quan trọng của biến động lãi suất đối với các trái phiếu có cùng kỳ hạn: Lãi suất của các loại trái phiếu khác nhau, mặc dù chúng thường biến động cùng nhau, là khác nhau tại bất kỳ thời điểm nào và mức chênh lệch (hoặc sự khác biệt) giữa các lãi suất thay đổi theo thời gian. Ví dụ, lãi suất trái phiếu địa phương cao hơn lãi suất trái phiếu chính phủ (Kho bạc) Hoa Kỳ vào cuối những năm 1930 nhưng sau đó lại thấp hơn. Ngoài ra, chênh lệch giữa lãi suất của trái phiếu doanh nghiệp Baa (rủi ro hơn trái phiếu doanh nghiệp Aaa) và trái phiếu chính phủ Hoa Kỳ là rất lớn trong những năm Đại Khủng hoảng từ 1930 đến 1933, nhỏ hơn trong những năm 1940-1960, và sau đó lại được nới rộng ra, đặc biệt là trong cuộc khủng hoảng tài chính toàn cầu từ năm 2007 đến năm 2009. Vậy đâu là nguyên nhân gây ra những hiện tượng này?

Rủi ro vỡ nợ

Một thuộc tính của trái phiếu ảnh hưởng đến lãi suất của nó là rủi ro **vỡ nợ**. Hiện tượng vỡ nợ xảy ra khi người phát hành trái phiếu không thể hoặc không sẵn sàng trả lãi như đã hứa hoặc trả hết mệnh giá khi trái phiếu đáo hạn. Các công ty bị thua lỗ lớn, chẳng hạn như

MyLab Economics Dữ liệu thời gian thực



HÌNH 1 Lãi suất trái phiếu dài hạn, 1919–2017

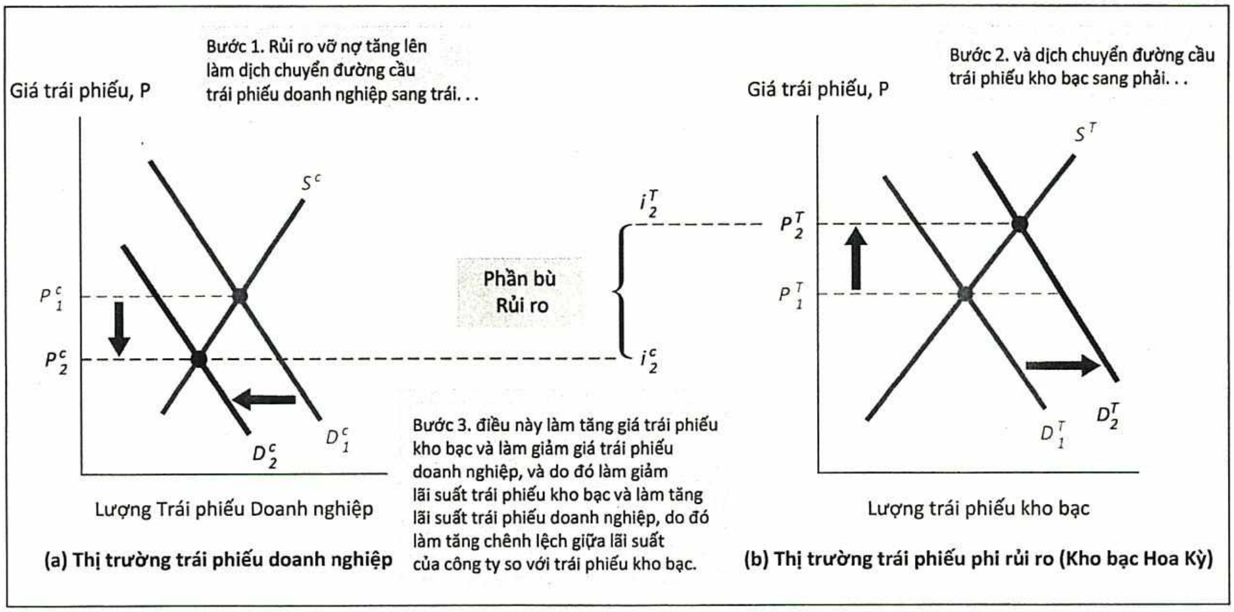
Lãi suất của các loại trái phiếu khác nhau là khác nhau trong bất kỳ thời điểm nào và chênh lệch (hoặc khác biệt) giữa các loại lãi suất thay đổi theo thời gian.

Nguồn: Hội đồng Thống đốc của Hệ thống Dự trữ Liên bang, Thống kê Ngân hàng và Tiền tệ, 1941-1970; Cơ sở dữ liệu của Ngân hàng Dự trữ Liên bang St. Louis FRED:: https://fred.stlouisfed.org/series/GS10; https://fred.stlouisfed.org/series/AAA; https://fred.stlouisfed.org/series/BAA.

các công ty hàng không lớn như United, Delta, US Airways và Northwest vào giữa những năm 2000, và sau đó là American Airlines vào năm 2011, có nhiều khả năng sẽ phải dừng thanh toán lãi suất cho trái phiếu của mình. Do đó, rủi ro vỡ nợ đối với trái phiếu của họ sẽ khá cao. Ngược lại, trái phiếu Kho bạc Hoa Kỳ thường được coi là không có rủi ro vỡ nợ vì chính phủ liên bang luôn có thể tăng thuế hoặc in tiền để thanh toán các nghĩa vụ của mình. Trái phiếu không có rủi ro vỡ nợ như thế này được gọi là **trái phiếu phi rủi ro vỡ nợ**. (Tuy nhiên, trong cuộc đàm phán ngân sách tại Quốc hội vào năm 2013, dẫn đến việc chính phủ đóng cửa, đảng Cộng hòa đã đe dọa để trái phiếu kho bạc vỡ nợ và mối đe dọa này có tác động bất lợi đến thị trường trái phiếu.) Chênh lệch giữa lãi suất trái phiếu có rủi ro vỡ nợ và lãi suất của trái phiếu phi rủi ro cùng kỳ hạn được gọi là **phần bù rủi ro**. Phần bù rủi ro cho biết người ta phải cần thêm bao nhiêu tiền lãi để sẵn sàng nắm giữ trái phiếu rủi ro. Phân tích cung cầu về thị trường trái phiếu trong Chương 5 có thể được sử dụng để giải thích tại sao trái phiếu có rủi ro vỡ nợ luôn có phần bù rủi ro dương và tại sao rủi ro vỡ nợ cao hơn có nghĩa là phần bù rủi ro lớn hơn.

Để tìm hiểu tác động của rủi ro vỡ nợ lên lãi suất, hãy phân tích biểu đồ cung cầu của thị trường trái phiếu dài hạn phi rủi ro (Kho bạc Hoa Kỳ) và doanh nghiệp trong Hình 2. Để làm cho biểu đồ dễ đọc hơn, hãy giả sử rằng trái phiếu doanh nghiệp ban đầu có rủi ro vỡ nợ tương tự như trái phiếu Kho bạc Hoa Kỳ. Trong trường hợp này, hai trái phiếu này có các thuộc tính giống nhau (rủi ro và kỳ hạn giống hệt nhau); mức giá cân bằng và

MyLab Economics Bài giảng mini



HÌNH 2 Phản ứng với việc gia tăng rủi ro vỡ nợ của trái phiếu doanh nghiệp

Ban đầu, $P_1^c = P_1^T$, $i_1^c = i_1^T$, và phần bù rủi ro bằng không. Sự gia tăng rủi ro vỡ nợ của trái phiếu doanh nghiệp làm dịch chuyển đường cầu từ D_1^c sang D_2^c; đồng thời, nó làm dịch chuyển đường cầu trái phiếu kho bạc từ D_1^T sang D_2^T. Giá cân bằng của trái phiếu doanh nghiệp giảm từ P_1^c xuống P_2^c, và lãi suất cân bằng của trái phiếu doanh nghiệp tăng lên i_2^c. Trên thị trường Kho bạc, giá trái phiếu cân bằng tăng từ P_1^T đến P_2^T, và lãi suất cân bằng rơi xuống i_2^T. Dấu ngoặc nhọn cho biết sự khác biệt giữa i_2^c và i_2^T, phần bù rủi ro trên trái phiếu doanh nghiệp. (Lưu ý rằng vì P_2^c thấp hơn i_2^T nên i_2^c lớn hơn i_2^T.)

lãi suất ban đầu sẽ bằng nhau ($P_1^c = P_1^T$ và $i_1^c = i_1^T$), và phần bù rủi ro của trái phiếu doanh nghiệp ($i_1^c - i_1^T$) sẽ bằng không.

Nếu khả năng vỡ nợ tăng lên do một công ty bắt đầu thua lỗ lớn, rủi ro vỡ nợ của trái phiếu doanh nghiệp sẽ tăng lên và lợi suất kỳ vọng của những trái phiếu này sẽ giảm xuống. Ngoài ra, lợi suất của trái phiếu doanh nghiệp sẽ bất định hơn. Theo lý thuyết lựa chọn danh mục đầu tư vì lợi suất kỳ vọng của trái phiếu doanh nghiệp giảm tương đối so với lợi suất kỳ vọng của trái phiếu kho bạc phi rủi ro trong khi mức độ rủi ro tương đối của nó tăng lên, trái phiếu doanh nghiệp ít hấp dẫn hơn (mọi thứ bằng nhau) và cầu của nó sẽ giảm. Một cách tư duy khác là nếu bạn là một nhà đầu tư, bạn sẽ muốn nắm giữ (cầu) một lượng trái phiếu doanh nghiệp ít hơn. Đường cầu đối với trái phiếu doanh nghiệp trong bảng (a) của Hình 2 sẽ dịch chuyển sang trái, từ D_1^c sang D_2^c.

Đồng thời, lợi suất kỳ vọng của trái phiếu kho bạc phi rủi ro tăng tương đối so với lợi suất kỳ vọng của trái phiếu doanh nghiệp, trong khi mức độ rủi ro tương đối của chúng giảm. Trái phiếu kho bạc do đó trở nên hấp dẫn hơn, và cầu tăng lên, như thể hiện trong bảng (b) bằng việc đường cầu dịch sang phải đối với các trái phiếu từ D_1^T tới D_1^T.

Như chúng ta có thể thấy trong Hình 2, giá cân bằng của trái phiếu doanh nghiệp giảm từ P_1^c xuống P_2^c, và vì giá trái phiếu có tương quan nghịch với lãi suất nên lãi suất cân bằng của trái phiếu doanh nghiệp tăng lên i_2^c. Tuy nhiên, cùng lúc đó, giá cân bằng của trái phiếu kho bạc tăng từ P_1^T lên P_2^T và lãi suất cân bằng rơi xuống i_2^T. Chênh lệch giữa lãi

suất của trái phiếu doanh nghiệp và trái phiếu phi rủi ro - nghĩa là phần bù rủi ro của trái phiếu doanh nghiệp - đã tăng từ 0 lên $i_2^c - i_2^T$. Bây giờ chúng ta có thể kết luận rằng ***một trái phiếu có rủi ro vỡ nợ sẽ luôn có phần bù rủi ro dương và sự gia tăng rủi ro vỡ nợ sẽ làm tăng phần bù rủi ro.***

Bởi vì rủi ro vỡ nợ rất quan trọng đối với kích cỡ của phần bù rủi ro, người mua trái phiếu cần biết liệu trái phiếu của một công ty có khả năng vỡ nợ hay không. Thông tin này được cung cấp bởi **các cơ quan xếp hạng tín dụng**, là các công ty tư vấn đầu tư đánh giá chất lượng của trái phiếu doanh nghiệp và trái phiếu địa phương theo xác suất vỡ nợ của chúng. Các cơ quan xếp hạng tín dụng trong những năm gần đây gặp nhiều điều tiếng vì vai trò của họ trong cuộc khủng hoảng tài chính toàn cầu 2007-2009 (xem hộp Đọc thêm, "Xung đột lợi ích tại các cơ quan xếp hạng tín dụng và cuộc khủng hoảng tài chính toàn

BẢNG 1 **Xếp hạng trái phiếu theo Moody 's, Standard and Poor's và Fitch**

	Cơ quan đánh giá		
Moody's	**S&P**	**Fitch**	**Định nghĩa**
Aaa	AAA	AAA	Hạng nhất An toàn tối đa
Aa1	AA+	AA+	Hạng Cao cấp Chất lượng cao
Aa2	AA	AA	
Aa3	AA–	AA–	
A1	A+	A+	Hạng Trung bình trên
A2	A	A	
A3	A–	A–	
Baa1	BBB+	BBB+	Hạng Trung bình dưới
Baa2	BBB	BBB	
Baa3	BBB–	BBB–	
Ba1	BB+	BB+	Hạng không đầu tư
Ba2	BB	BB	Đầu cơ
Ba3	BB–	BB–	
B1	B+	B+	Hạng đầu cơ cao
B2	B	B	
B3	B–	B–	
Caa1	CCC+	CCC	Rủi ro đáng kể
Caa2	CCC	—	Tình trạng xấu
Caa3	CCC–	—	
Ca	—	—	Hạng đầu cơ cực cao
C	—	—	Có thể sắp vỡ nợ
—	—	D	Vỡ nợ

Đọc thêm Xung đột lợi ích tại các cơ quan xếp hạng tín dụng và khủng hoảng tài chính toàn cầu

Xếp hạng nợ đóng một vai trò quan trọng trong việc định giá chứng khoán nợ và trong quản lý điều tiết. Xung đột lợi ích nảy sinh tại các cơ quan xếp hạng tín dụng trong nhiều năm đã dẫn đến cuộc khủng hoảng tài chính toàn cầu khi các cơ quan này tư vấn cho khách hàng cách cấu trúc các công cụ tài chính phức tạp, thanh toán dòng tiền từ các khoản vay thế chấp dưới chuẩn. Cùng lúc đó, các cơ quan này xếp hạng chính những sản phẩm đó, dẫn đến khả năng xung đột lợi ích nghiêm trọng. Cụ thể, khoản phí lớn mà họ kiếm được từ việc tư vấn cho khách hàng về cách cấu trúc các sản phẩm mà chính họ đã xếp hạng có nghĩa là họ không có đủ động cơ để đảm bảo xếp hạng của mình là chính xác.

Khi giá nhà ở bắt đầu giảm và các khoản thế chấp dưới chuẩn bắt đầu vỡ nợ, rõ ràng là các cơ quan xếp hạng đã đánh giá rủi ro một cách không trung thực đối với các sản phẩm dưới chuẩn mà họ đã giúp cấu trúc. Nhiều sản phẩm được xếp hạng AAA đã phải hạ cấp liên tục cho đến khi chúng rơi vào hạng trái phiếu rác. Những khoản lỗ lớn đến từ những tài sản này là một lý do khiến rất nhiều định chế tài chính nắm giữ chúng rơi vào khó khăn. Một số nhà bình luận đã gọi các cơ quan xếp hạng tín dụng là một trong những vai phản diện chủ chốt trong cuộc khủng hoảng tài chính toàn cầu.

cầu"). Bảng 1 cung cấp các mức xếp hạng trái phiếu và mô tả của chúng theo định nghĩa của ba cơ quan xếp hạng tín dụng lớn nhất là Moody's Investor Service, Standard and Poor's Corporation và Fitch Ratings. Trái phiếu có rủi ro vỡ nợ tương đối thấp được gọi là chứng khoán *hạng đầu tư* và có xếp hạng từ Baa (hoặc BBB) trở lên. Trái phiếu có xếp hạng dưới Baa (hoặc BBB) có rủi ro vỡ nợ cao hơn và được mệnh danh là trái phiếu hạng đầu cơ hoặc **trái phiếu rác**. Bởi vì những trái phiếu này luôn có lãi suất cao hơn so với chứng khoán đầu tư, chúng còn được gọi là trái phiếu lãi suất cao.

Tiếp theo, hãy quay lại Hình 1 ở đầu chương và xem liệu chúng ta có thể giải thích mối quan hệ giữa lãi suất trái phiếu doanh nghiệp và lãi suất trái phiếu kho bạc Hoa Kỳ hay không. Trái phiếu doanh nghiệp luôn có lãi suất cao hơn trái phiếu Kho bạc Hoa Kỳ vì chúng luôn có rủi ro vỡ nợ, trong khi trái phiếu Kho bạc Hoa Kỳ thì không. Bởi vì trái phiếu doanh nghiệp được xếp hạng Baa có rủi ro vỡ nợ lớn hơn trái phiếu Aaa được xếp hạng cao hơn, phần bù rủi ro của chúng lớn hơn, và lãi suất Baa do đó luôn cao hơn lãi suất Aaa. Chúng ta có thể sử dụng phân tích tương tự để giải thích sự tăng vọt của phần bù rủi ro trong lãi suất trái phiếu doanh nghiệp Baa vào những năm Đại Khủng hoảng 1930–1933, cũng như sự gia tăng phần bù rủi ro sau năm 1970 (xem Hình 1). Trong thời kỳ khủng hoảng, tỷ lệ vỡ nợ và phá sản của các doanh nghiệp rất cao. Khi đó, chúng ta sẽ kỳ vọng những yếu tố này đã dẫn đến sự gia tăng đáng kể rủi ro vỡ nợ của trái phiếu do các công ty yếu kém phát hành và phần bù rủi ro đối với trái phiếu Baa đạt mức cao chưa từng có. Kể từ năm 1970, ta lại thấy tỷ lệ vỡ nợ tăng cao, mặc dù chúng thấp hơn rất nhiều so với mức ở thời kỳ Đại Khủng hoảng. Một lần nữa, như dự đoán, cả rủi ro vỡ nợ và phần bù rủi ro đối với trái phiếu doanh nghiệp đều tăng, làm tăng chênh lệch giữa lãi suất trái phiếu doanh nghiệp và lãi suất trái phiếu Kho bạc.

ỨNG DỤNG Khủng hoảng tài chính toàn cầu và chênh lệch Baa-Kho bạc

Bắt đầu từ tháng 8 năm 2007, sự sụp đổ của thị trường vay thế chấp dưới chuẩn đã dẫn đến thua lỗ lớn của các định chế tài chính (chúng ta sẽ thảo luận câu chuyện này sâu hơn trong Chương 12). Do hậu quả của sụp đổ vay thế chấp dưới chuẩn và cuộc khủng hoảng tài chính toàn cầu sau đó, nhiều nhà đầu tư bắt đầu nghi ngờ sức khỏe tài chính của các tập đoàn có xếp hạng tín dụng thấp như Baa và thậm chí cả độ tin cậy của chính kết quả xếp hạng. Nhận thức về nguy cơ tăng rủi ro vỡ nợ của trái phiếu Baa khiến ở bất kỳ mức giá nào chúng cũng đều kém hấp dẫn đi, làm giảm lượng cầu và dịch chuyển đường cầu đối với trái phiếu Baa sang trái. Như thể hiện trong bảng (a) của Hình 2, lãi suất trái phiếu Baa phải tăng lên, và nó thực sự đã tăng. Lãi suất trái phiếu Baa đã tăng 280 điểm cơ bản (2,80 điểm phần trăm) từ 6,63% vào cuối tháng 7 năm 2007 lên 9,43% trong giai đoạn nghiêm trọng nhất của cuộc khủng hoảng tài chính toàn cầu vào giữa tháng 10 năm 2008. Nhưng nhận thức rủi ro vỡ nợ cao hơn của trái phiếu Baa vào tháng 10 năm 2008 lại làm cho trái phiếu Kho bạc Hoa Kỳ phi rủi ro trở nên tương đối hấp dẫn hơn và dịch chuyển đường cầu đối với các chứng khoán này sang phải - một kết quả được một số nhà phân tích mô tả là "tháo chạy sang chất lượng". Đúng như phân tích trong Hình 2 dự đoán, lãi suất trái phiếu Kho bạc giảm 80 điểm cơ bản, từ 4,78% vào cuối tháng 7 năm 2007 xuống 3,98% vào giữa tháng 10 năm 2008. Chênh lệch giữa lãi suất trái phiếu Kho bạc và Baa đã tăng 360 điểm cơ bản, từ 1,85% trước khủng hoảng lên 5,45% sau đó. •

Tính thanh khoản

Một thuộc tính khác ảnh hưởng đến lãi suất của trái phiếu là tính thanh khoản. Như chúng ta đã tìm hiểu trong Chương 4, tài sản thanh khoản là tài sản có thể chuyển đổi nhanh và rẻ thành tiền mặt nếu có nhu cầu. Tài sản càng có tính thanh khoản cao thì tài sản đó càng hấp dẫn (khi mọi thứ khác không đổi). Trái phiếu kho bạc Hoa Kỳ có tính thanh khoản cao nhất trong tất cả các trái phiếu dài hạn; vì chúng được mua bán rộng rãi nên dễ bán nhanh nhất và chi phí bán thấp. Trái phiếu doanh nghiệp không có tính thanh khoản cao vì một công ty bất kỳ sẽ có ít trái phiếu được giao dịch*. Do đó, nếu bán những trái phiếu này trong trường hợp khẩn cấp có thể sẽ khá tốn kém vì khó tìm được người mua nhanh chóng.

*Giải thích này có thể sẽ dễ hình dung hơn nếu chúng ta liên tưởng đến mệnh giá của mỗi trái phiếu so với cổ phiếu. Do mệnh giá cao của trái phiếu, nên số lượng trái phiếu sẽ rất ít ỏi nếu so với lượng cổ phiếu của cùng một công ty.

Tính thanh khoản của trái phiếu doanh nghiệp giảm ảnh hưởng như thế nào đến lãi suất của chúng so với lãi suất trái phiếu kho bạc? Ta có thể sử dụng phân tích cung cầu trong Hình 2, đã được sử dụng để phân tích ảnh hưởng của rủi ro vỡ nợ, để chỉ ra rằng tính thanh khoản thấp hơn của trái phiếu doanh nghiệp so với trái phiếu kho bạc làm tăng chênh lệch lãi suất của hai trái phiếu này.

Hãy bắt đầu phân tích bằng cách giả định rằng, ban đầu, trái phiếu doanh nghiệp và trái phiếu kho bạc có tính thanh khoản như nhau và tất cả các thuộc tính khác của chúng đều giống nhau. Như thể hiện trong hình 2, mức giá cân bằng của chúng và lãi suất ban đầu sẽ được tính bằng: $P_1^c = P_1^T$ và $i_1^c = i_1^T$. Nếu trái phiếu doanh nghiệp kém thanh khoản hơn trái phiếu kho bạc vì nó ít được giao dịch hơn, thì (như đã chỉ ra trong lý thuyết về lựa chọn danh mục đầu tư) cầu đối với nó sẽ giảm, làm dịch chuyển đường cầu của nó sang trái từ D_1^c sang D_2^c, như trong bảng (a). Trái phiếu kho bạc bây giờ trở nên tương đối thanh khoản hơn so với trái phiếu doanh nghiệp, do đó đường cầu của nó dịch chuyển sang phải từ D_1^T sang D_2^T, như trong bảng (b). Sự thay đổi của các đường cong trong Hình 2 cho thấy rằng giá của trái phiếu doanh nghiệp kém thanh khoản hơn sẽ giảm và lãi

suất của nó tăng lên, trong khi giá của trái phiếu kho bạc có tính thanh khoản cao hơn sẽ tăng và lãi suất của nó giảm.

Kết quả là chênh lệch giữa lãi suất của hai loại trái phiếu tăng lên. Do đó, sự khác biệt giữa lãi suất trái phiếu doanh nghiệp và trái phiếu kho bạc (nghĩa là phần bù rủi ro) không chỉ phản ánh rủi ro vỡ nợ của trái phiếu doanh nghiệp mà còn phản ánh tính thanh khoản kém hơn của trái phiếu doanh nghiệp. Đây là lý do tại sao phần bù rủi ro nên được gọi chính xác hơn là "phần bù rủi ro và thanh khoản", nhưng ta quy ước gọi nó là *phần bù rủi ro*.

Những điều chỉnh do Thuế thu nhập

Quay trở lại Hình 1, chúng ta vẫn còn một câu hỏi nữa - biến động của lãi suất trái phiếu địa phương. Trái phiếu địa phương chắc chắn không phải là không thể vỡ nợ: Trái phiếu chính quyền bang và địa phương đã từng vỡ nợ trong quá khứ, đặc biệt là trong thời kỳ Đại Khủng hoảng và thậm chí gần đây là trường hợp của Detroit, Michigan; San Bernadino, Mammoth Lakes và Stockton, đều ở California; Jefferson County, Alabama; Harrisburg, Pennsylvania; Central Falls, Đảo Rhode; và Boise County, Idaho. Ngoài ra, trái phiếu địa phương không có tính thanh khoản cao như trái phiếu kho bạc Hoa Kỳ.

Vậy tại sao những trái phiếu này lại có lãi suất thấp hơn trái phiếu kho bạc Hoa Kỳ trong hầu hết 100 năm qua, như trong Hình 1? Lời giải thích nằm ở chỗ, các khoản thanh toán lãi suất cho trái phiếu địa phương được miễn thuế thu nhập liên bang, là yếu tố có tác động tương tự đến cầu đối với trái phiếu địa phương như sự gia tăng lợi suất kỳ vọng của chúng.

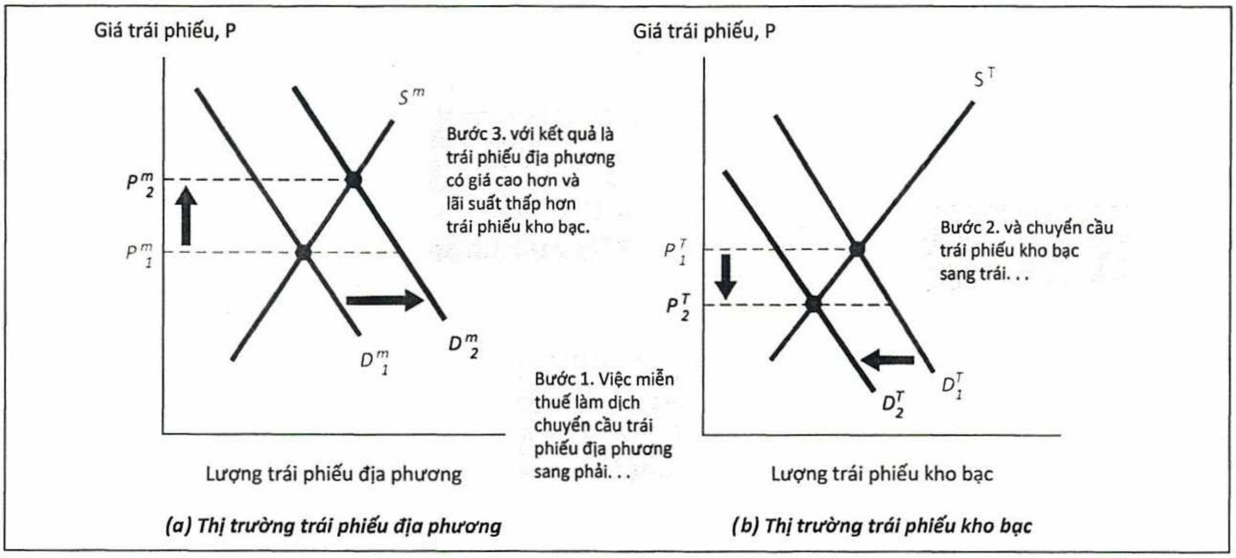
Hãy tưởng tượng rằng thu nhập của bạn đủ cao khiến bạn rơi vào khung thuế thu nhập 40%, trong đó mỗi đô la thu nhập tăng thêm mà bạn kiếm được, bạn phải trả 40 xu cho chính phủ. Nếu bạn sở hữu trái phiếu kho bạc Mỹ mệnh giá 1.000 đô la được bán với giá 1.000 đô la và thanh toán coupon 100 đô la, bạn chỉ được giữ lại 60 đô la sau thuế. Mặc dù trái phiếu có lãi suất 10%, nhưng thực tế bạn chỉ kiếm được 6,0% sau thuế.

Tuy nhiên, giả sử rằng bạn dùng tiền tiết kiệm của mình mua một trái phiếu địa phương mệnh giá 1.000 đô la được bán với giá 1.000 đô la và chỉ chi trả 80 đô la coupon. Lãi suất của nó chỉ là 8%, nhưng vì nó là chứng khoán miễn thuế, bạn không phải trả thuế khi nhận coupon 80 đô la, vì vậy bạn kiếm được 8% sau thuế. Rõ ràng, bạn kiếm được nhiều hơn sau thuế từ trái phiếu địa phương, vì vậy bạn sẵn sàng nắm giữ trái phiếu địa phương rủi ro hơn và ít thanh khoản hơn mặc dù nó có lãi suất thấp hơn trái phiếu kho bạc Hoa Kỳ. (Điều này không đúng trước Thế chiến thứ hai, khi việc được miễn thuế của trái phiếu địa phương không mang lại nhiều lợi thế vì thuế suất thuế thu nhập cực kỳ thấp.)

Có thể hiểu tại sao trái phiếu địa phương có lãi suất thấp hơn trái phiếu kho bạc bằng cách sử dụng phân tích cung cầu trong Hình 3. Ban đầu chúng ta giả định rằng trái phiếu kho bạc và trái phiếu địa phương có các thuộc tính giống nhau và do đó có cùng giá như trong hình, $P_1^m = P_1^T$, và lãi suất như nhau. Một khi trái phiếu địa phương có lợi thế về thuế làm tăng lợi suất kỳ vọng sau thuế của chúng so với trái phiếu kho bạc và khiến chúng trở nên hấp dẫn hơn, cầu đối với trái phiếu địa phương sẽ tăng lên và đường cầu dịch sang phải, từ D_1^m đến D_2^m. Giá trái phiếu cân bằng sau đó tăng từ P_1^m để P_2^m, và lãi suất cân bằng hạ. Ngược lại, trái phiếu kho bạc hiện đã trở nên ít hấp dẫn hơn so với trái phiếu địa phương; cầu trái phiếu kho bạc giảm, và D_1^T dịch sang trái thành D_2^T. Giá trái phiếu kho bạc giảm từ P_1^T xuống P_2^T, và lãi suất tăng. Việc miễn thuế thu nhập liên bang, dẫn đến lợi suất kỳ vọng cao hơn cho trái phiếu địa phương so với trái phiếu kho bạc, giải thích tại sao trái phiếu địa phương có thể có lãi suất thấp hơn lãi suất trái phiếu kho bạc.[1]

[1] Ngược lại với trái phiếu doanh nghiệp, trái phiếu kho bạc được miễn thuế thu nhập bang và địa phương. Bằng cách sử dụng phân tích của cuốn sách này, có thể thấy rằng đặc điểm này của trái phiếu kho bạc cung cấp thêm một lý do tại sao lãi suất trái phiếu doanh nghiệp cao hơn lãi suất trái phiếu kho bạc.

MyLab Economics Bài giảng mini



HÌNH 3 Lãi suất Trái phiếu địa phương và Trái phiếu Kho bạc

Khi trái phiếu địa phương được miễn thuế, cầu của trái phiếu địa phương sẽ dịch sang phải từ D_1^m đến D_2^m và cầu đối với các trái phiếu Kho bạc dịch sang trái từ D_1^T đến D_2^T. Giá cân bằng của trái phiếu địa phương tăng từ P_1^m lên P_2^m, do đó lãi suất của nó giảm xuống, trong khi giá cân bằng của trái phiếu kho bạc giảm từ P_1^T xuống P_2^T và lãi suất của nó tăng lên. Kết quả là trái phiếu địa phương có lãi suất thấp hơn trái phiếu kho bạc.

Tổng kết

Cấu trúc rủi ro của lãi suất (mối quan hệ giữa lãi suất của các trái phiếu có cùng kỳ hạn) được giải thích bởi ba yếu tố: rủi ro vỡ nợ, tính thanh khoản và thuế thu nhập đối với tiền lãi của trái phiếu. Khi rủi ro vỡ nợ của trái phiếu tăng lên, phần bù rủi ro trên trái phiếu đó (chênh lệch giữa lãi suất của trái phiếu đó và lãi suất của trái phiếu kho bạc không có rủi ro vỡ nợ) sẽ tăng lên. Tính thanh khoản cao hơn của trái phiếu kho bạc cũng giải thích tại sao lãi suất của chúng thấp hơn lãi suất của trái phiếu kém thanh khoản hơn. Nếu một trái phiếu được ưu đãi thuế, cũng như trái phiếu địa phương, được miễn thuế thu nhập liên bang cho tiền lãi, lãi suất của nó sẽ thấp hơn.

ỨNG DỤNG Ảnh hưởng từ việc tăng thuế của chính quyền Obama đối với tiền lãi từ trái phiếu

Năm 2013, Quốc hội đã thông qua đạo luật do chính quyền Obama đề xuất nhằm tăng thuế suất thuế thu nhập đối với người nộp thuế có thu nhập cao từ 35% lên 39% khi thực hiện việc bãi bỏ cắt giảm thuế được thực hiện dưới thời chính quyền Bush. Ảnh hưởng của việc tăng thuế thu nhập này lên lãi suất thị trường trái phiếu địa phương so với lãi suất thị trường trái phiếu kho bạc là gì?

Phân tích cung cầu cho chúng ta câu trả lời. Thuế suất thu nhập tăng đối với người giàu có nghĩa là lợi suất kỳ vọng sau thuế của trái phiếu địa phương miễn thuế cao hơn tương đối so với trái phiếu kho bạc, vì lãi suất trái phiếu kho bạc lúc này bị đánh thuế ở mức cao hơn. Bởi vì trái phiếu địa phương trở nên hấp dẫn hơn, nhu cầu của chúng tăng lên, làm dịch chuyển đường cầu sang phải, như trong Hình 3, điều này làm tăng giá và giảm lãi suất của chúng. Ngược lại, thuế suất thuế thu nhập cao hơn khiến trái phiếu kho bạc ít được ưa chuộng hơn; sự thay đổi này làm dịch chuyển đường cầu của chúng sang trái, hạ giá và tăng lãi suất.

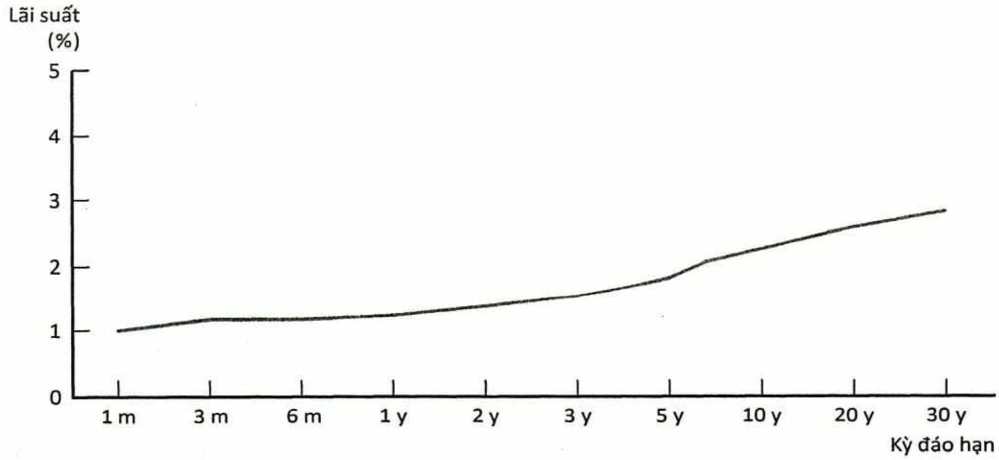
Do đó, phân tích của chúng ta cho thấy rằng việc tăng thuế suất thuế thu nhập đối với người giàu đã làm giảm lãi suất trái phiếu địa phương so với lãi suất trái phiếu kho bạc •

CẤU TRÚC KỲ HẠN CỦA LÃI SUẤT

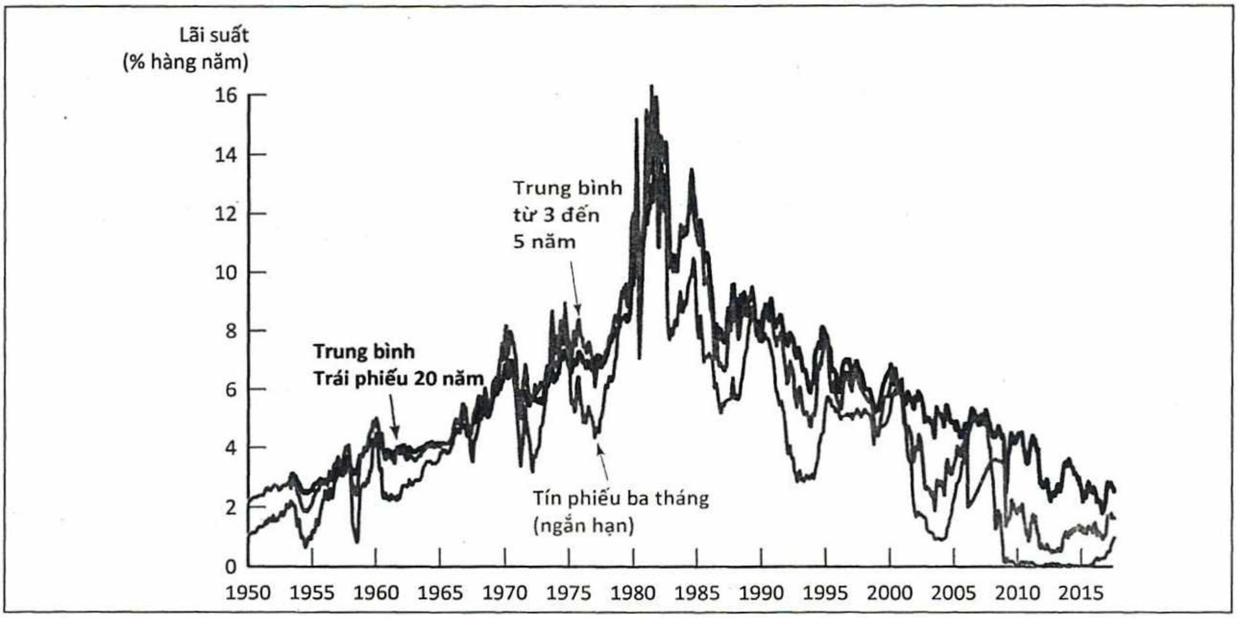
Chúng ta đã thấy những cân nhắc về rủi ro, tính thanh khoản và thuế (được tổng hợp thành khái niệm cấu trúc rủi ro) có thể tác động đến lãi suất như thế nào. Một yếu tố khác ảnh hưởng đến lãi suất của trái phiếu là thời gian đáo hạn: Trái phiếu có các đặc điểm rủi ro, thanh khoản và thuế giống nhau vẫn có thể có lãi suất khác nhau vì thời gian còn lại đến ngày đáo hạn của chúng khác nhau. Đường biểu diễn lãi suất của các trái phiếu khác nhau về thời gian đáo hạn nhưng có cùng mức độ rủi ro, tính thanh khoản và thuế được gọi là **đường cong lãi suất** và nó mô tả cấu trúc kỳ hạn của lãi suất cho một loại trái phiếu cụ thể, chẳng hạn như trái phiếu chính phủ. Hộp Theo dòng tin Tài chính hiển thị đường

Theo dòng tin tài chính **Đường cong lãi suất**

Nhiều tờ báo và các trang Internet như http://www.finance.yahoo.com công bố hàng ngày đường cong lãi suất của chứng khoán Kho bạc. Ví dụ được trình bày ở đây là ngày 24/7/2017. Các số trên trục tung biểu thị lãi suất đối với chứng khoán Kho bạc, với thời hạn đáo hạn được đưa ra trên trục hoành, với "m" biểu thị "tháng" và "y" biểu thị "năm"."



MyLab Economics Dữ liệu thời gian thực



HÌNH 4 **Biến động theo thời gian của lãi suất Trái phiếu Chính phủ Hoa Kỳ với kỳ hạn khác nhau**
Lãi suất các trái phiếu có kỳ hạn khác nhau thay đổi cùng nhau theo thời gian.
Nguồn: Cơ sở dữ liệu của Ngân hàng Dự trữ Liên bang St. Louis FRED: https://fred.stlouisfed.org/series/TB3MS; https://fred.stlouisfed.org/series/GS3; https://fred.stlouisfed.org/series/GS5; https://fred.stlouisfed.org/series/GS20.

cong lãi suất cho chứng khoán Kho bạc. Các đường cong lãi suất có thể được phân loại là dốc lên, phẳng/nằm ngang hoặc dốc xuống (còn thường được gọi là **đường cong lãi suất nghịch đảo**). Trường hợp phổ biến nhất là đường cong lãi suất dốc lên, lãi suất dài hạn cao hơn lãi suất ngắn hạn; khi đường cong lãi suất là phẳng, lãi suất ngắn hạn và dài hạn bằng nhau; và khi đường cong lãi suất nghịch đảo, lãi suất dài hạn thấp hơn lãi suất ngắn hạn. Đường cong lãi suất cũng có thể có nhiều hình dạng phức tạp hơn, ví dụ đầu tiên chúng dốc lên rồi dốc xuống hoặc ngược lại. Tại sao đường cong lãi suất thường dốc lên, nhưng đôi khi lại có hình dạng khác?

Ngoài việc giải thích tại sao các đường cong lãi suất lại có các hình dạng khác nhau tại các thời điểm khác nhau, một lý thuyết tốt về cấu trúc kỳ hạn của lãi suất phải giải thích được ba quan sát thực tiễn quan trọng sau:

1. Như ta thấy trong Hình 4, lãi suất trái phiếu kỳ hạn khác nhau thay đổi cùng nhau theo thời gian.
2. Khi lãi suất ngắn hạn thấp, đường cong lãi suất có nhiều khả năng có độ dốc đi lên; khi lãi suất ngắn hạn cao, đường cong lãi suất có nhiều khả năng dốc xuống và bị nghịch đảo.
3. Đường cong lãi suất hầu như luôn luôn dốc lên, như trong hộp Theo dòng tin Tài chính.

Ba lý thuyết đã được đưa ra để giải thích cấu trúc kỳ hạn của lãi suất - nghĩa là, mối quan hệ giữa lãi suất của trái phiếu có kỳ hạn khác nhau được phản ánh trong các dạng

đường cong lãi suất - (1) lý thuyết kỳ vọng, (2) lý thuyết thị trường phân mảnh, và (3) lý thuyết phần bù thanh khoản. Từng lý thuyết này sẽ được mô tả trong phần sau. Lý thuyết kỳ vọng giải thích tốt hai thực tế đầu tiên trong danh sách, nhưng không giải thích được thực tế thứ ba. Lý thuyết thị trường phân mảnh có thể giải thích cho thực tế thứ 3, nhưng không thành công với hai thực tế còn lại, đã được giải thích rất tốt bởi lý thuyết kỳ vọng. Bởi vì mỗi lý thuyết giải thích những thực tế mà lý thuyết kia không làm được, một cách tự nhiên để giải quyết vấn đề là kết hợp các đặc điểm của cả hai lý thuyết, dẫn chúng ta đến lý thuyết phần bù thanh khoản, một lý thuyết giải thích được cả ba thực tế đã nêu.

Nếu lý thuyết phần bù thanh khoản là tốt nhất và được chấp nhận rộng rãi nhất, tại sao chúng ta lại dành thời gian thảo luận về hai lý thuyết còn lại? Có hai lý do. Đầu tiên, những ý tưởng trong hai lý thuyết này đặt nền tảng cho lý thuyết phần bù thanh khoản. Thứ hai, điều quan trọng là phải xem các nhà kinh tế học sửa đổi các lý thuyết như thế nào để cải thiện chúng khi họ nhận thấy rằng các kết quả dự đoán không phù hợp với bằng chứng thực tiễn.

Lý thuyết kỳ vọng

Lý thuyết kỳ vọng về cấu trúc kỳ hạn khẳng định mệnh đề phổ biến sau: Lãi suất của trái phiếu dài hạn sẽ tương đương với mức trung bình của các lãi suất ngắn hạn được mong đợi sẽ xảy ra trong suốt thời gian của trái phiếu dài hạn đó. Ví dụ, nếu mọi người kỳ vọng rằng trung bình các lãi suất ngắn hạn sẽ là 10% trong 5 năm tới, lý thuyết kỳ vọng dự đoán rằng lãi suất trái phiếu có kỳ hạn 5 năm cũng sẽ là 10%. Nếu lãi suất ngắn hạn dự kiến sẽ tăng cao hơn nữa sau thời hạn 5 năm này, khiến lãi suất ngắn hạn bình quân trong 20 năm tới là 11%, thì lãi suất trái phiếu kỳ hạn 20 năm sẽ bằng 11% và sẽ cao hơn lãi suất trái phiếu kỳ hạn 5 năm. Do đó, lý thuyết kỳ vọng dự đoán rằng lãi suất của các trái phiếu có kỳ hạn khác nhau là khác nhau vì lãi suất ngắn hạn tại các thời điểm trong tương lai được kỳ vọng sẽ có giá trị khác nhau.

Giả định quan trọng đằng sau lý thuyết này là người mua trái phiếu không quan tâm đến kỳ hạn của các trái phiếu, họ sẽ không nắm giữ trái phiếu này nếu lợi suất kỳ vọng của nó thấp hơn trái phiếu khác, kể cả khi các trái phiếu này khác nhau về kỳ hạn. Trái phiếu có đặc điểm này được gọi là *thay thế hoàn hảo*. Trong thực tế, điều này có nghĩa là nếu các trái phiếu có kỳ hạn khác nhau là sản phẩm thay thế hoàn hảo, thì lợi suất kỳ vọng trên các trái phiếu đó phải bằng nhau.

Để xem giả định rằng trái phiếu có kỳ hạn khác nhau là sản phẩm thay thế hoàn hảo dẫn đến lý thuyết kỳ vọng như thế nào, chúng ta hãy xem xét hai chiến lược đầu tư sau:

1. Mua trái phiếu kỳ hạn một năm và khi trái phiếu này đáo hạn sau một năm, tiếp tục mua trái phiếu kỳ hạn một năm khác.
2. Mua một trái phiếu hai năm và giữ cho đến khi đáo hạn.

Bởi vì cả hai chiến lược phải có lợi suất kỳ vọng như nhau, nên lãi suất của trái phiếu kỳ hạn hai năm phải bằng mức trung bình của hai lãi suất kỳ hạn một năm. Ví dụ: giả sử lãi suất hiện tại của trái phiếu kỳ hạn một năm là 9% và bạn kỳ vọng lãi suất của trái phiếu kỳ hạn một năm vào năm tới là 11%. Nếu bạn chọn chiến lược đầu tiên là mua hai trái phiếu kỳ hạn một năm, lợi suất kỳ vọng trong hai năm sẽ trung bình là $(9\% + 11\%)/2 = 10\%$ mỗi năm. Bạn sẽ sẵn sàng nắm giữ cả trái phiếu kỳ hạn một và hai năm nếu lợi suất kỳ vọng mỗi năm của trái phiếu kỳ hạn hai năm bằng với mức lợi suất này. Do đó, lãi suất của trái phiếu kỳ hạn hai năm phải bằng 10%, lãi suất bình quân của hai trái phiếu kỳ hạn một năm.

Chúng ta có thể khái quát hóa lập luận này. Đối với khoản đầu tư 1 đô la, và thời gian đầu tư là 2 kỳ, hãy cân nhắc lựa chọn nắm giữ giữa một trái phiếu hai kỳ hoặc hai trái phiếu một kỳ. Sử dụng các định nghĩa

i_t = lãi suất hôm nay (thời điểm *t*) của trái phiếu một kỳ
i^e_{t+1} = lãi suất của trái phiếu một kỳ dự kiến cho kỳ tiếp theo (thời điểm t + 1)
i_{2t} = lãi suất hôm nay (thời điểm t) của trái phiếu hai kỳ

lợi suất kỳ vọng từ việc đầu tư 1 đô la vào trái phiếu hai kỳ và giữ nó trong hai kỳ có thể được tính bằng

$$(1+i^e_{2t})(1+i^e_{2t})-1=1+2i_{2t}+(i_{2t})^2-1=2i_{2t}+(i_{2t})^2$$

Sau kỳ thứ hai, khoản đầu tư 1 đô la có giá trị $(1 + i_{2t})(1 + i_{2t})$. Trừ khoản đầu tư ban đầu 1 đô la từ số tiền này và chia cho khoản đầu tư 1 đô la ban đầu sẽ cho ta tỷ suất lợi nhuận trong phương trình trước. Bởi vì $(i_{2t})^2$ là cực kỳ nhỏ — nếu i_{2t} = 10% = 0,10, thì $(i_{2t})^2$ = 0,01 — chúng ta có thể đơn giản hóa lợi suất kỳ vọng khi nắm giữ trái phiếu hai kỳ trong hai kỳ thành còn

$$2\,i_{2t}$$

Với chiến lược còn lại, mua trái phiếu một kỳ, lợi suất kỳ vọng trên khoản đầu tư 1 đô la trong hai kỳ là

$$(1+i_t)(1+i^e_{t+1})-1=1+i_t+i^e_{t+1}+i_t(i^e_{t+1})-1=i_t+i^e_{t+1}+i_t(i^e_{t+1})$$

Công thức này được rút ra với nhận định rằng, sau kỳ đầu tiên, khoản đầu tư 1 đô la trở thành 1 + i_t và số tiền này được tái đầu tư vào trái phiếu một kỳ cho kỳ tiếp theo, mang lại số tiền $(1 + i_t)(1 + i^e_{t+1})$. Sau đó, trừ khoản đầu tư ban đầu 1 đô la từ số tiền này và chia cho khoản đầu tư ban đầu 1 đô la sẽ cho lợi suất kỳ vọng cho chiến lược đầu tư vào trái phiếu một kỳ trong hai kỳ. Vì $i_t(i^e_{t+1})$ cũng cực kỳ nhỏ — nếu $i_t = i^e_{t+1}$ = 0,10, thì $i_t(i^e_{t+1})$ = 0,01 — chúng ta có thể đơn giản hóa kết quả này thành

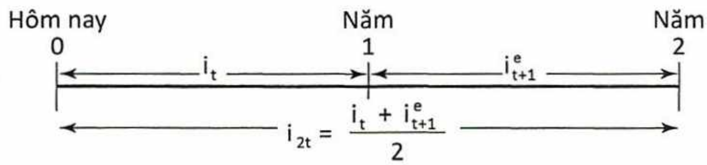
$$i_t+i^e_{t+1}$$

Cả hai trái phiếu sẽ chỉ được giữ nếu những khoản lợi nhuận kỳ vọng này bằng nhau — nghĩa là khi

$$2\,i_{2t}=i_t+i^e_{t+1}$$

Giải i_{2t} theo các lãi suất một kỳ, chúng ta có

$$i_{2t}=\frac{i_t+i^e_{t+1}}{2} \tag{1}$$



điều này cho chúng ta biết rằng lãi suất hai kỳ phải bằng trung bình của hai tỷ giá một kỳ. Về mặt đồ họa, điều này có thể được hiển thị như dưới đây

Chúng ta có thể tiến hành các bước tương tự đối với trái phiếu có kỳ hạn dài hơn để có thể xem xét toàn bộ cấu trúc kỳ hạn của lãi suất. Bằng cách làm như vậy, chúng ta thấy rằng lãi suất i_{nt} trên một trái phiếu kỳ hạn *n* phải là

$$i_{nt} = \frac{i_t + i^e_{t+1} + i^e_{t+2} + \ldots + i^e_{t+(n-1)}}{n} \quad (2)$$

Phương trình 2 cho biết lãi suất *n* kỳ bằng trung bình của n lãi suất kỳ hạn một kỳ dự kiến sẽ xảy ra trong suốt thời hạn của trái phiếu ban đầu. Đây là cách phát biểu lại lý thuyết kỳ vọng, theo một cách chính xác hơn.[2]

Một ví dụ bằng số đơn giản có thể giúp làm rõ lý thuyết kỳ vọng trong Phương trình 2. Nếu lãi suất một năm trong vòng 5 năm tới được kỳ vọng là 5%, 6%, 7%, 8% và 9%, thì theo Phương trình 2 lãi suất của trái phiếu hai năm sẽ là

$$\frac{5\% + 6\%}{2} = 5,5\%$$

Đối với trái phiếu 5 năm, lãi suất sẽ là

$$\frac{5\% + 6\% + 7\% + 8\% + 9\%}{5} = 7\%$$

Bằng cách thực hiện các phép tính tương tự cho lãi suất một năm, ba năm và bốn năm, bạn sẽ có thể xác minh rằng lãi suất từ một đến năm năm tương ứng là 5,0%, 5,5%, 6,0%, 6,5% và 7,0 %. Do đó, chúng ta thấy rằng xu hướng tăng của lãi suất kỳ vọng ngắn hạn tạo ra một đường cong lãi suất dốc lên, theo đó lãi suất tăng khi thời gian đáo hạn kéo dài.

Lý thuyết kỳ vọng là một lý thuyết đơn giản giải thích tại sao cấu trúc kỳ hạn của lãi suất (được biểu thị bằng đường cong lãi suất) thay đổi tại các thời điểm khác nhau. Khi đường cong lãi suất dốc lên, theo lý thuyết kỳ vọng lãi suất ngắn hạn dự kiến sẽ tăng trong tương lai, như chúng ta đã thấy trong ví dụ trên. Trong tình huống này, với lãi suất dài hạn cao hơn lãi suất ngắn hạn, bình quân của lãi suất ngắn hạn trong tương lai sẽ cao hơn lãi suất ngắn hạn hiện tại, điều này chỉ có thể xảy ra nếu lãi suất ngắn hạn dự kiến sẽ tăng. Kết quả này được mô tả trong ví dụ trên. Khi đường cong lãi suất nghịch đảo (dốc xuống), trung bình của lãi suất ngắn hạn trong tương lai được kỳ vọng sẽ thấp hơn lãi suất ngắn hạn hiện tại, ngụ ý rằng lãi suất ngắn hạn nhìn chung được kỳ vọng sẽ giảm trong tương lai. Chỉ khi đường cong lãi suất phẳng, lý thuyết kỳ vọng mới cho rằng lãi suất ngắn hạn được kỳ vọng sẽ không thay đổi trong tương lai.

Lý thuyết kỳ vọng cũng giải thích thực tế 1, lãi suất của các trái phiếu có kỳ hạn khác nhau sẽ thay đổi cùng nhau theo thời gian. Trong lịch sử, lãi suất ngắn hạn đã cho thấy xu hướng sau: Nếu chúng tăng ngày hôm nay, chúng sẽ có xu hướng cao hơn trong tương lai. Do đó, việc tăng lãi suất ngắn hạn sẽ làm tăng kỳ vọng của mọi người về lãi suất ngắn hạn cao hơn trong tương lai. Bởi vì lãi suất dài hạn là giá trị trung bình của lãi suất kỳ vọng ngắn hạn trong tương lai, việc tăng lãi suất ngắn hạn cũng sẽ làm tăng lãi suất dài hạn, làm cho lãi suất ngắn hạn và dài hạn dịch chuyển cùng nhau.

[2]Phân tích ở đây đã được thực hiện đối với trái phiếu chiết khấu. Các công thức về lãi suất trên trái phiếu phiếu coupon sẽ hơi khác so với công thức được sử dụng ở đây, nhưng sẽ truyền đạt cùng một nguyên tắc.

Lý thuyết kỳ vọng cũng giải thích thực tế 2, nói rằng các đường cong lãi suất có xu hướng dốc lên khi lãi suất ngắn hạn thấp và nghịch đảo khi lãi suất ngắn hạn cao. Khi lãi suất ngắn hạn thấp, mọi người thường kỳ vọng chúng sẽ tăng lên một mức bình thường nào đó trong tương lai và trung bình của lãi suất ngắn hạn kỳ vọng trong tương lai là cao so với lãi suất ngắn hạn hiện tại. Do đó, lãi suất dài hạn về cơ bản sẽ cao hơn lãi suất ngắn hạn hiện tại và đường cong lãi suất sẽ dốc lên. Ngược lại, nếu lãi suất ngắn hạn cao, mọi người thường kỳ vọng lãi suất này sẽ giảm xuống. Sau đó, lãi suất dài hạn sẽ thấp hơn lãi suất ngắn hạn bởi vì trung bình của lãi suất kỳ vọng ngắn hạn trong tương lai sẽ thấp hơn lãi suất ngắn hạn hiện tại, đường cong lãi suất sẽ dốc xuống và nghịch đảo.[3]

Lý thuyết kỳ vọng là một lý thuyết hấp dẫn vì nó giải thích một cách đơn giản về hành vi của cấu trúc kỳ hạn, nhưng nó có một thiếu sót lớn: Nó không thể giải thích thực tế 3, nói rằng các đường cong lãi suất thường dốc lên. Độ dốc đi lên điển hình của đường cong lãi suất ngụ ý rằng lãi suất ngắn hạn thường được kỳ vọng sẽ tăng trong tương lai. Trên thực tế, xác suất giảm lãi suất ngắn hạn cũng tương tự như xác suất tăng, và nếu như vậy nếu sử dụng lý thuyết kỳ vọng đường cong lãi suất điển hình nên là phẳng thay vì dốc lên*.

* Thực ra sẽ hợp lý hơn nếu nói rằng chẳng có đường cong nào là điển hình cả, vì giai đoạn này lãi suất lên giai đoạn khác lại xuống, nên đường cong lãi suất sẽ không có hình dạng điển hình.

Lý thuyết thị trường phân mảnh

Như tên gọi của nó cho thấy, **lý thuyết thị trường phân mảnh** về cấu trúc kỳ hạn coi các thị trường trái phiếu có kỳ hạn khác nhau là hoàn toàn tách biệt và bị phân mảnh. Lãi suất một trái phiếu có kỳ hạn cụ thể chỉ được xác định bởi cung cầu đối với trái phiếu đó và không bị ảnh hưởng bởi lợi suất kỳ vọng của các trái phiếu có kỳ hạn khác.

Giả định quan trọng của lý thuyết thị trường phân mảnh là các trái phiếu có kỳ hạn khác nhau hoàn toàn không phải là sản phẩm thay thế, và do đó lợi suất kỳ vọng từ việc nắm giữ một trái phiếu có kỳ hạn này không ảnh hưởng đến cầu đối với một trái phiếu có kỳ hạn khác. Lý thuyết về cấu trúc kỳ hạn này đối lập hoàn toàn với lý thuyết kỳ vọng, cho rằng các trái phiếu có kỳ hạn khác nhau là những trái phiếu thay thế hoàn hảo.

Lý do tại sao trái phiếu có kỳ hạn khác nhau không thay thế được cho nhau là vì các nhà đầu tư có sự ưu tiên rất mạnh đối với một kỳ hạn trái phiếu nhất định, nên họ chỉ quan tâm đến lợi suất kỳ vọng của trái phiếu có kỳ hạn mà họ chọn. Có thể vì họ đang có một thời gian nắm giữ cụ thể và nếu khớp thời gian đáo hạn của trái phiếu với thời gian nắm giữ mong muốn, họ có thể thu được lợi suất chắc chắn và không gặp rủi ro.[4] (Chúng ta đã thấy trong Chương 4 rằng nếu thời gian đáo hạn bằng với thời gian nắm giữ, khi đó lợi suất được xác định chắc chắn vì nó chính xác bằng lãi suất, và không tồn tại rủi ro lãi suất.) Ví dụ, những người bị giới hạn bởi thời gian nắm giữ ngắn hạn sẽ thích nắm giữ trái phiếu ngắn hạn. Ngược lại, nếu bạn là phụ huynh đang dành tiền cho con mình đi học đại học

[3]Lý thuyết kỳ vọng giải thích một thực tế quan trọng khác về mối quan hệ giữa lãi suất ngắn hạn và dài hạn. Như trong Hình 4, lãi suất ngắn hạn dễ biến động hơn lãi suất dài hạn. Nếu lãi suất có xu hướng *hội tụ về trung bình* - nghĩa là nếu chúng có xu hướng giảm sau khi đạt mức cao bất thường hoặc tăng trở lại sau khi giảm xuống mức thấp bất thường - thì mức trung bình của các mức lãi suất ngắn hạn này phải ít biến động hơn so với chính lãi suất ngắn hạn. Bởi vì lý thuyết kỳ vọng cho rằng lãi suất dài hạn bằng mức trung bình của các lãi suất ngắn hạn trong tương lai, điều đó ngụ ý rằng lãi suất dài hạn sẽ ổn định hơn so với lãi suất ngắn hạn.

[4]Tuyên bố rằng lợi nhuận là chắc chắn nếu thời gian đáo hạn bằng với thời gian nắm giữ chỉ đúng với trái phiếu chiết khấu. Đối với trái phiếu coupon có thời gian nắm giữ dài, vẫn tồn tại một số rủi ro vì các khoản thanh toán coupon phải được tái đầu tư trước khi trái phiếu đáo hạn. Do đó, phân tích ở đây đang áp dụng đối với trái phiếu chiết khấu. Tuy nhiên, các hàm ý chính của phân tích vẫn giữ nguyên đối với trái phiếu coupon vì rủi ro tái đầu tư là nhỏ khi trái phiếu coupon có thời gian đáo hạn bằng thời gian nắm giữ.

trong tương lai, thời gian nắm giữ mong muốn của bạn sẽ dài hơn nhiều và bạn sẽ muốn nắm giữ trái phiếu dài hạn hơn.

Trong lý thuyết thị trường phân mảnh, các dạng đường cong lãi suất khác nhau được giải thích bằng sự khác biệt cung và cầu liên quan đến các trái phiếu có kỳ hạn khác nhau. Nếu, các nhà đầu tư né rủi ro, là giả định thực tế nhất, họ sẽ mong muốn thời gian nắm giữ ngắn và thường thích trái phiếu có kỳ hạn ngắn hơn có ít rủi ro lãi suất hơn, khi đó lý thuyết thị trường phân mảnh có thể giải thích thực tế 3, nói rằng đường cong lãi suất thường dốc lên. Bởi vì cầu trái phiếu dài hạn thường tương đối thấp hơn so với trái phiếu ngắn hạn, trái phiếu dài hạn sẽ có giá thấp hơn và lãi suất cao hơn, và do đó đường cong lãi suất thường dốc lên.

Mặc dù lý thuyết thị trường phân mảnh có thể giải thích tại sao các đường cong lãi suất thường có xu hướng dốc lên, nó vẫn có một khiếm khuyết lớn đó là không thể giải thích các thực tế 1 và 2. Trước tiên là bởi lý thuyết này coi thị trường trái phiếu có kỳ hạn khác nhau là hoàn toàn phân mảnh, không có lý do nào để việc tăng lãi suất của trái phiếu có kỳ hạn này sẽ ảnh hưởng đến lãi suất của một trái phiếu có kỳ hạn khác. Do đó, lý thuyết thị trường phân mảnh không thể giải thích tại sao lãi suất trái phiếu có kỳ hạn khác nhau có xu hướng di chuyển cùng nhau (thực tế 1). Thứ hai, do không rõ cung và cầu trái phiếu ngắn hạn so với dài hạn thay đổi như thế nào theo mức lãi suất ngắn hạn, lý thuyết này không giải thích được tại sao đường cong lãi suất có xu hướng dốc lên khi lãi suất ngắn hạn thấp và lại nghịch đảo khi lãi suất ngắn hạn cao (thực tế 2).

Bởi vì mỗi lý thuyết trong số hai lý thuyết đã nêu có thể giải thích các sự kiện thực chứng mà lý thuyết kia không thể, một giải pháp hợp lý là kết hợp chúng lại, dẫn chúng ta đến lý thuyết phần bù thanh khoản.

Lý thuyết môi trường ưu tiên và phần bù thanh khoản

Lý thuyết phần bù thanh khoản về cấu trúc kỳ hạn nói rằng lãi suất của trái phiếu dài hạn sẽ bằng trung bình các lãi suất ngắn hạn dự kiến sẽ xảy ra trong suốt thời gian của trái phiếu dài hạn cộng với phần bù thanh khoản (hay còn gọi là phần bù kỳ hạn) để đáp ứng cung cầu đối với trái phiếu đó.

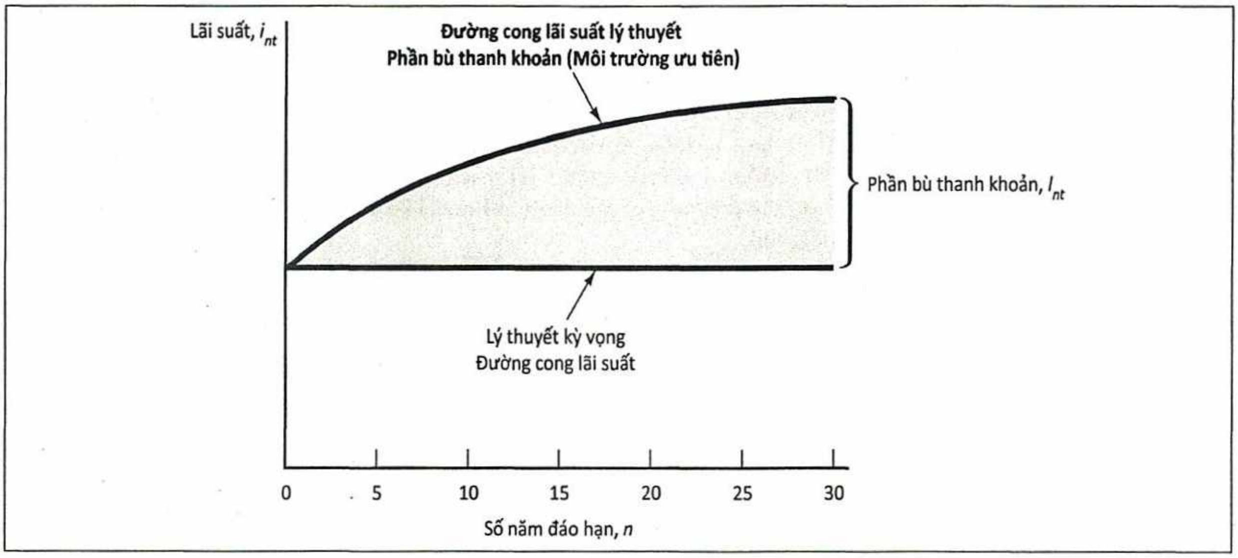
Giả định chính của lý thuyết phần bù thanh khoản là các trái phiếu có kỳ hạn khác nhau có thể thay thế cho nhau, có nghĩa là lợi suất kỳ vọng trên một trái phiếu có ảnh hưởng đến lợi suất kỳ vọng trên một trái phiếu có kỳ hạn khác. Tuy nhiên, lý thuyết này cho phép các nhà đầu tư ưu tiên một trái phiếu kỳ hạn này hơn một trái phiếu kỳ hạn khác. Nói cách khác, các trái phiếu có kỳ hạn khác nhau được coi là có thể thay thế, nhưng không phải là thay thế *hoàn hảo*. Các nhà đầu tư có xu hướng thích các trái phiếu kỳ hạn ngắn hơn vì những trái phiếu này ít chịu rủi ro lãi suất hơn. Vì lý do này, nhà đầu tư cần phần bù thanh khoản dương để khuyến khích họ nắm giữ trái phiếu dài hạn. Do đó, lý thuyết kỳ vọng được sửa đổi bằng cách thêm phần bù thanh khoản dương vào phương trình mô tả mối quan hệ giữa lãi suất dài hạn và ngắn hạn. Lý thuyết phần bù thanh khoản được viết thành

$$i_{nt} = \frac{i_t + i^e_{t+1} + i^e_{t+2} + \ldots + i^e_{t+(n-1)}}{n} + l_{nt} \qquad (3)$$

trong đó l_{nt} là phần bù thanh khoản (kỳ hạn) của trái phiếu kỳ hạn n tại thời điểm t, luôn luôn dương và tăng theo thời gian đáo hạn của trái phiếu, n.

Lý thuyết môi trường ưu tiên có liên quan chặt chẽ đến lý thuyết phần bù thanh khoản, và điều chỉnh lý thuyết kỳ vọng một cách gián tiếp hơn nhưng cũng đi đến kết luận tương tự. Nó giả định rằng các nhà đầu tư ưa chuộng một kỳ hạn trái phiếu cụ thể ("môi

MyLab Economics Bài giảng Mini



HÌNH 5 Mối quan hệ giữa lý thuyết phần bù thanh khoản (Môi trường ưu tiên) và lý thuyết kỳ vọng

Bởi vì phần bù thanh khoản luôn dương và tăng khi thời gian đáo hạn tăng lên, đường cong lãi suất trong lý thuyết phần bù thanh khoản và lý thuyết môi trường ưu tiên luôn nằm trên đường cong lãi suất trong lý thuyết kỳ vọng và có độ dốc lớn hơn. Để đơn giản, đường cong lãi suất của lý thuyết kỳ vọng được hiển thị ở đây giả định các lãi suất một năm trong tương lai không thay đổi.

trường ưu tiên") hơn các trái phiếu kỳ hạn khác, vì đó là kỳ hạn mà họ thích đầu tư hơn. Bởi vì họ thích trái phiếu có kỳ hạn này hơn, nên họ chỉ mua trái phiếu không có kỳ hạn (môi trường) ưu tiên khi những trái phiếu đó kiếm được lợi nhuận kỳ vọng cao hơn một chút. Bởi vì các nhà đầu tư né rủi ro thích môi trường trái phiếu ngắn hạn hơn trái phiếu dài hạn, họ sẵn sàng nắm giữ trái phiếu dài hạn chỉ khi họ có lợi nhuận kỳ vọng cao hơn. Lập luận này dẫn đến cùng một Phương trình 3 được ngụ ý bởi lý thuyết phần bù thanh khoản, với phần bù có kỳ hạn thường tăng theo thời gian đáo hạn.

Mối quan hệ giữa lý thuyết kỳ vọng và các lý thuyết phần bù thanh khoản và môi trường ưu tiên được thể hiện trong Hình 5. Ở đó, chúng ta thấy rằng vì phần bù thanh khoản luôn dương và thường tăng khi thời gian đáo hạn tăng lên, đường cong lãi suất theo lý thuyết phần bù thanh khoản luôn luôn nằm trên đường cong lãi suất theo lý thuyết kỳ vọng và thường có độ dốc lớn hơn. (Để đơn giản, chúng ta giả định rằng đường cong lãi suất theo lý thuyết kỳ vọng là phẳng.)

Một ví dụ số đơn giản, tương tự như ví dụ chúng ta sử dụng cho giả thuyết kỳ vọng, sẽ làm rõ thêm lý thuyết phần bù thanh khoản và môi trường ưu tiên được đưa ra trong Công thức 3. Một lần nữa, giả sử rằng lãi suất một năm trong năm năm tới được kỳ vọng là 5%, 6%, 7%, 8% và 9%, trong khi sở thích của nhà đầu tư đối với việc nắm giữ trái phiếu ngắn hạn có nghĩa là phần bù thanh khoản cho trái phiếu kỳ hạn từ 1 đến 5 năm là 0%, 0,25%, 0,5%, 0,75%, và 1,0%, tương ứng. Khi đó, phương trình 3 chỉ ra rằng lãi suất của trái phiếu hai năm sẽ là

$$\frac{5\% + 6\%}{2} + 0,25 = 5,75\%$$

Đối với trái phiếu 5 năm, nó sẽ là

$$\frac{5\% + 6\% + 7\% + 8\% + 9\%}{5} + 1\% = 8\%$$

Bằng cách thực hiện các phép tính tương tự cho lãi suất một, ba và bốn năm, bạn sẽ có lãi suất tương ứng từ một đến năm năm là 5,0%, 5,75%, 6,5%, 7,25% và 8,0%. So sánh những phát hiện này với kết quả của lý thuyết kỳ vọng, chúng ta thấy rằng lý thuyết phần bù thanh khoản và môi trường ưu tiên tạo ra đường cong lãi suất dốc lên nhiều hơn do sở thích của các nhà đầu tư đối với trái phiếu ngắn hạn.

Hãy xem liệu lý thuyết phần bù thanh khoản và môi trường ưu tiên có phù hợp với cả ba quan sát thực tiễn mà chúng ta đã thảo luận hay không. Chúng có thể giải thích thực tế 1, nói rằng lãi suất của các trái phiếu có kỳ hạn khác nhau thay đổi theo thời gian: Lãi suất ngắn hạn tăng cho thấy lãi suất ngắn hạn trung bình sẽ cao hơn trong tương lai và thành phần đầu tiên trong phương trình 3 lúc đó hàm ý rằng lãi suất dài hạn sẽ tăng cùng.

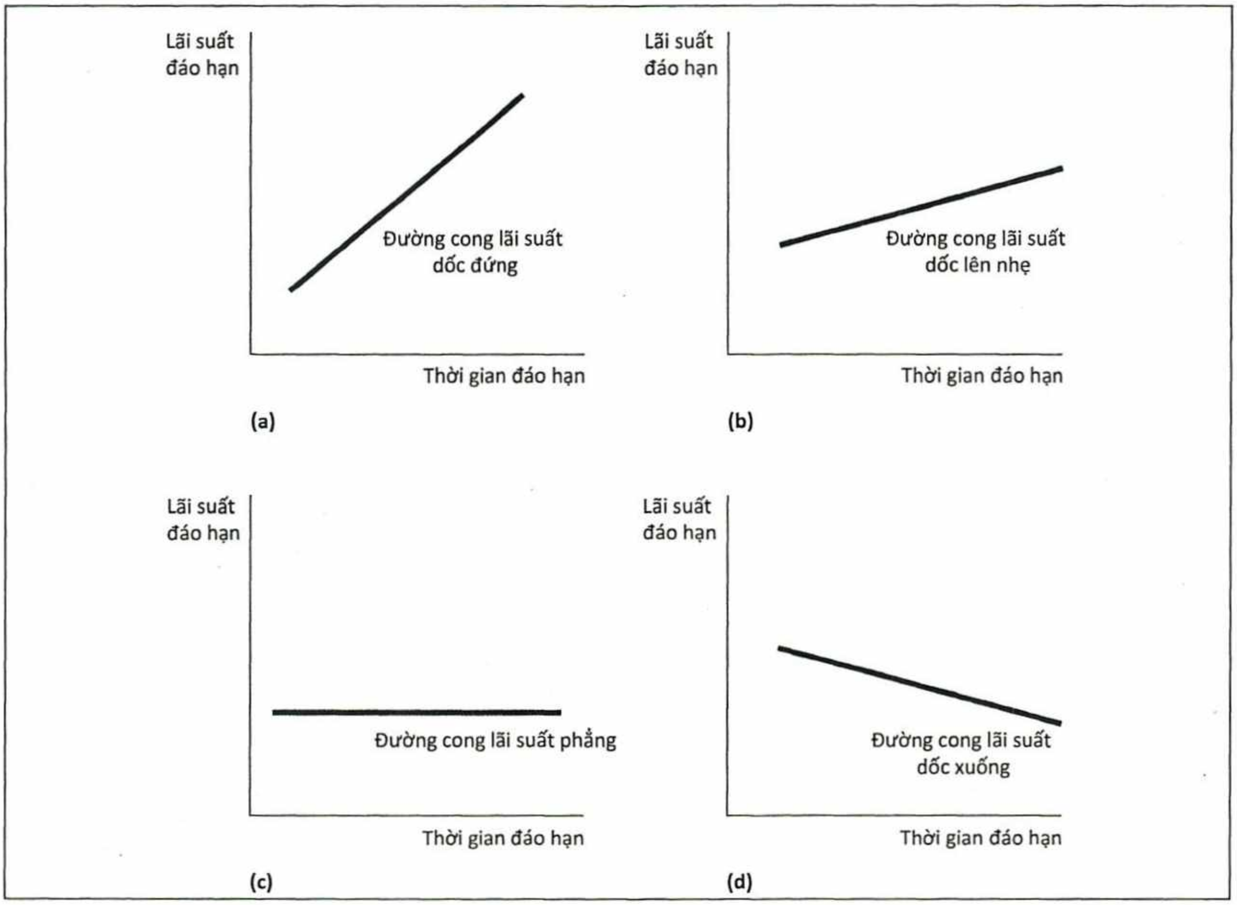
Các lý thuyết về tính thanh khoản và môi trường ưu tiên cũng giải thích tại sao đường cong lãi suất có xu hướng đặc biệt dốc lên khi lãi suất ngắn hạn thấp và nghịch đảo khi lãi suất ngắn hạn cao (thực tế 2). Bởi vì các nhà đầu tư thường kỳ vọng lãi suất ngắn hạn sẽ tăng lên mức bình thường khi chúng ở mức thấp, trung bình của lãi suất ngắn hạn kỳ vọng trong tương lai sẽ cao hơn so với lãi suất ngắn hạn hiện tại. Với việc tăng thêm phần bù thanh khoản dương, lãi suất dài hạn sẽ cao hơn đáng kể so với lãi suất ngắn hạn hiện tại và đường cong lãi suất sẽ có độ dốc hướng lên. Ngược lại, nếu lãi suất ngắn hạn cao, mọi người thường kỳ vọng lãi suất này sẽ giảm trở lại. Sau đó, lãi suất dài hạn sẽ giảm xuống dưới lãi suất ngắn hạn vì mức trung bình của lãi suất ngắn hạn dự kiến trong tương lai sẽ thấp hơn nhiều so với lãi suất ngắn hạn hiện tại, mặc dù phần bù thanh khoản dương, và do đó đường cong lãi suất sẽ dốc xuống.

Lý thuyết phần bù thanh khoản và môi trường ưu tiên giải thích thực tế 3, trong đó nói rằng các đường cong lãi suất thường dốc lên, bằng cách chỉ ra rằng phần bù thanh khoản tăng lên theo kỳ hạn trái phiếu bởi vì các nhà đầu tư ưa thích trái phiếu ngắn hạn. Ngay cả khi lãi suất ngắn hạn được kỳ vọng sẽ giữ nguyên, trung bình trong tương lai, lãi suất dài hạn sẽ cao hơn lãi suất ngắn hạn và đường cong lãi suất thường dốc lên.

Lý thuyết phần bù thanh khoản và môi trường ưu tiên giải thích sự xuất hiện thi thoảng của đường cong lãi suất nghịch đảo như thế nào nếu phần bù thanh khoản là dương? Chắc chắn, có những thời điểm, lãi suất ngắn hạn được kỳ vọng sẽ giảm nhiều trong tương lai đến mức trung bình của lãi suất kỳ vọng ngắn hạn thấp hơn nhiều so với lãi suất ngắn hạn hiện tại. Ngay cả khi phần bù thanh khoản dương được cộng vào mức trung bình này, thì lãi suất dài hạn vẫn thấp hơn lãi suất ngắn hạn hiện tại.

Như thảo luận trên đã chỉ ra, một tính năng đặc biệt hấp dẫn của lý thuyết phần bù thanh khoản và môi trường ưu tiên là bạn có thể thấy thị trường đang dự đoán gì về lãi suất ngắn hạn trong tương lai chỉ từ độ dốc của đường cong lãi suất. Đường cong lãi suất tăng dốc, như trong bảng (a) của Hình 6, chỉ ra rằng lãi suất ngắn hạn dự kiến sẽ tăng trong tương lai. Một đường cong lãi suất dốc vừa phải, như trong bảng (b), chỉ ra rằng lãi suất ngắn hạn dự kiến sẽ không tăng hoặc giảm nhiều trong tương lai. Đường cong lãi suất phẳng, như trong bảng (c), chỉ ra rằng lãi suất ngắn hạn dự kiến sẽ giảm vừa phải trong tương lai. Cuối cùng, một đường cong lãi suất nghịch đảo, như trong bảng (d), chỉ ra rằng lãi suất ngắn hạn dự kiến sẽ giảm mạnh trong tương lai.

MyLab Economics Bài giảng Mini



HÌNH 6 Đường cong lãi suất và kỳ vọng của thị trường về lãi suất ngắn hạn trong tương lai theo lý thuyết phần bù thanh khoản (Môi trường ưu tiên)

Đường cong lãi suất dốc đứng, như trong bảng (a), chỉ ra rằng lãi suất ngắn hạn dự kiến sẽ tăng trong tương lai. Một đường cong lãi suất dốc vừa phải, như trong bảng (b), chỉ ra rằng lãi suất ngắn hạn dự kiến sẽ không tăng hoặc giảm nhiều trong tương lai. Đường cong lãi suất phẳng, như trong bảng (c), chỉ ra rằng lãi suất ngắn hạn dự kiến sẽ giảm vừa phải trong tương lai. Cuối cùng, một đường cong lãi suất nghịch đảo, như trong bảng (d), chỉ ra rằng lãi suất ngắn hạn dự kiến sẽ giảm mạnh trong tương lai.

Bằng chứng thực tiễn của cấu trúc kỳ hạn

Vào những năm 1980, các nhà nghiên cứu khi tìm hiểu cấu trúc kỳ hạn của lãi suất đã đặt câu hỏi liệu độ dốc của đường cong lãi suất có cung cấp thông tin về biến động của lãi suất ngắn hạn trong tương lai hay không. Họ phát hiện ra rằng chênh lệch giữa lãi suất dài hạn và ngắn hạn không phải lúc nào cũng giúp dự đoán lãi suất ngắn hạn trong tương lai, căn cứ từ những biến động đáng kể trong phần bù thanh khoản (kỳ hạn) của trái phiếu dài hạn. Nhiều nghiên cứu gần đây sử dụng các phép thử mạnh hơn đang ủng hộ một quan điểm khác. Nó cho thấy cấu trúc kỳ hạn chứa khá nhiều thông tin ngắn hạn (trong vài tháng tới) và dài hạn (trong vài năm) nhưng không đáng tin cậy trong việc dự đoán biến

Đọc thêm **Sử dụng đường cong lãi suất để dự báo lạm phát và chu kỳ kinh doanh**

Vì đường cong lãi suất chứa thông tin về lãi suất dự kiến trong tương lai, nên nó phải có khả năng giúp dự báo lạm phát và biến động sản lượng thực tế. Để hiểu tại sao, hãy nhớ lại từ Chương 5 rằng lãi suất tăng có liên quan đến bùng nổ kinh tế và lãi suất giảm liên quan tới suy thoái. Khi đường cong lãi suất phẳng hoặc dốc xuống, điều đó cho thấy lãi suất ngắn hạn trong tương lai dự kiến sẽ giảm vì nền kinh tế có nhiều khả năng rơi vào suy thoái. Đường cong lãi suất do vậy được coi là một công cụ dự đoán chính xác về chu kỳ kinh doanh.

Trong Chương 4, chúng ta đã biết rằng lãi suất danh nghĩa bao gồm lãi suất thực và lạm phát kỳ vọng, ngụ ý rằng đường cong lãi suất chứa thông tin về hướng đi tương lai của cả lãi suất danh nghĩa và lạm phát. Đường cong lãi suất dốc dự báo sự gia tăng lạm phát trong tương lai, trong khi đường cong lãi suất phẳng hoặc dốc xuống dự báo lạm phát thấp xuống trong tương lai.

Bởi vì đường cong lãi suất có thể được sử dụng để dự báo chu kỳ kinh doanh và lạm phát, độ dốc của đường cong lãi suất là một phần của bộ công cụ của nhiều nhà dự báo kinh tế và thường được xem như một chỉ báo hữu ích về lập trường của chính sách tiền tệ, đường cong lãi suất dốc mạnh lên cho thấy chính sách nới lỏng và đường cong lãi suất phẳng hoặc dốc xuống cho thấy chính sách thắt chặt.

động của lãi suất trong kỳ hạn trung hạn (khoảng thời gian ở giữa). Nghiên cứu cũng phát hiện ra rằng đường cong lãi suất có thể được sử dụng để giúp dự báo lạm phát và chu kỳ kinh doanh trong tương lai (xem hộp Đọc thêm).

Tổng kết

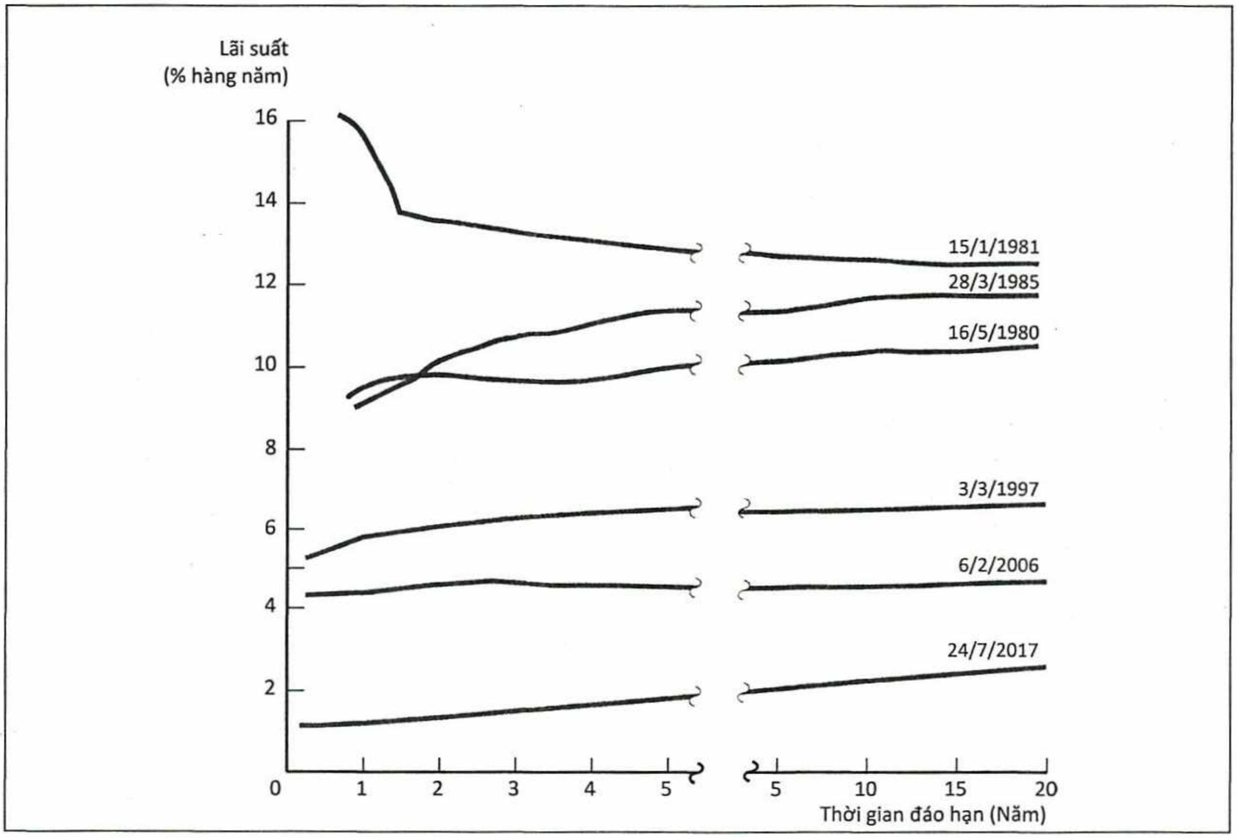
Các lý thuyết phần bù thanh khoản và môi trường ưu tiên là những lý thuyết được chấp nhận rộng rãi nhất về cấu trúc kỳ hạn của lãi suất vì chúng giải thích rất tốt các sự kiện thực nghiệm về cấu trúc kỳ hạn. Chúng kết hợp các đặc điểm của cả lý thuyết kỳ vọng và lý thuyết thị trường phân mảnh bằng cách khẳng định rằng lãi suất dài hạn sẽ là tổng của phần bù thanh khoản (kỳ hạn) và trung bình của lãi suất ngắn hạn dự kiến sẽ xảy ra trong suốt vòng đời của trái phiếu.

Các lý thuyết phần bù thanh khoản và môi trường ưu tiên giải thích các sự kiện sau: (1) Lãi suất trái phiếu có kỳ hạn khác nhau có xu hướng thay đổi cùng nhau theo thời gian; (2) khi lãi suất ngắn hạn thấp, đường cong lãi suất có nhiều khả năng có độ dốc đi lên; (3) đường cong lãi suất thường dốc lên, nhưng khi lãi suất ngắn hạn cao, đường cong lãi suất có nhiều khả năng bị nghịch đảo.

Các lý thuyết này cũng giúp dự đoán sự chuyển động của lãi suất ngắn hạn trong tương lai. Đường cong lãi suất có độ dốc đi lên có nghĩa là lãi suất ngắn hạn dự kiến sẽ tăng, độ dốc đi lên nhẹ có nghĩa là lãi suất ngắn hạn được kỳ vọng sẽ giữ nguyên, độ dốc bằng có nghĩa là lãi suất ngắn hạn được kỳ vọng sẽ giảm vừa phải , và đường cong lãi suất nghịch đảo có nghĩa là lãi suất ngắn hạn dự kiến sẽ giảm mạnh..

ỨNG DỤNG Diễn giải đường cong lãi suất, 1980–2017

Hình 7 cho thấy một số đường cong lãi suất của trái phiếu chính phủ Hoa Kỳ, cho các thời điểm được chọn từ năm 1981 đến năm 2017. Những đường cong lãi suất này cho chúng ta biết điều gì về kỳ vọng của công chúng về biến động tương lai của lãi suất ngắn hạn?



HÌNH 7 Đường cong lãi suất của Trái phiếu Chính phủ Hoa Kỳ

Đường cong lãi suất đối với trái phiếu chính phủ Hoa Kỳ cho các kỳ hạn khác nhau từ năm 1981 đến năm 2017.

Nguồn: Bộ Tài chính Hoa Kỳ, https://www.treasury.gov/resource-center/data-chart-center/interest-rates/Pages/TextView.aspx?data=yield.

Đường cong lãi suất nghịch đảo mạnh xảy ra vào ngày 15 tháng 1 năm 1981 cho thấy lãi suất ngắn hạn dự kiến sẽ giảm mạnh trong tương lai. Để lãi suất dài hạn, cùng với phần bù thanh khoản dương, thấp hơn nhiều so với lãi suất ngắn hạn, thì lãi suất ngắn hạn phải giảm mạnh đến mức trung bình của chúng sẽ thấp hơn nhiều so với lãi suất ngắn hạn hiện tại. Kỳ vọng của công chúng về việc giảm mạnh lãi suất ngắn hạn rõ ràng trong đường cong lãi suất đã được hiện thực hóa ngay sau ngày 15 tháng 1; đến tháng 3, lãi suất tín phiếu kỳ hạn 3 tháng đã giảm từ mức 16% xuống còn 13%.

Các đường cong lãi suất dốc lên với độ dốc mạnh xuất hiện vào ngày 28 tháng 3 năm 1985 và ngày 24 tháng 7 năm 2017, cho thấy lãi suất ngắn hạn được kỳ vọng sẽ tăng trong tương lai. Lãi suất dài hạn cao hơn lãi suất ngắn hạn khi lãi suất ngắn hạn được kỳ vọng sẽ tăng vì mức trung bình cộng với phần bù thanh khoản sẽ cao hơn lãi suất ngắn hạn hiện tại. Các đường cong lãi suất dốc lên vừa phải vào ngày 16 tháng 5 năm 1980 và ngày 3 tháng 3 năm 1997, chỉ ra rằng lãi suất ngắn hạn dự kiến sẽ không tăng cũng không giảm trong tương lai gần. Trong trường hợp này, mức trung bình của chúng vẫn bằng với lãi suất ngắn hạn hiện tại và phần bù thanh khoản dương cho trái phiếu dài hạn giải thích độ

dốc đi lên vừa phải của đường cong lãi suất. Đường cong lãi suất phẳng ngày 6 tháng 2 năm 2006 cho thấy lãi suất ngắn hạn được kỳ vọng sẽ giảm nhẹ. ◆

TÓM LƯỢC

1. Trái phiếu có cùng thời gian đáo hạn sẽ có lãi suất khác nhau do ba nhân tố: rủi ro vỡ nợ, tính thanh khoản và điều chỉnh do thuế. Rủi ro vỡ nợ của trái phiếu càng lớn, lãi suất của nó càng cao so với lãi suất của các trái phiếu khác; tính thanh khoản của trái phiếu càng lớn, lãi suất của trái phiếu càng thấp; và trái phiếu miễn thuế sẽ có lãi suất thấp hơn so với các trái phiếu khác. Mối quan hệ giữa lãi suất của trái phiếu có cùng kỳ hạn phát sinh do ba yếu tố này được gọi là cấu trúc rủi ro của lãi suất.
2. Ba lý thuyết về cấu trúc kỳ hạn đưa ra những giải thích về mối quan hệ của lãi suất trái phiếu với các kỳ hạn khác nhau đến ngày đáo hạn. Lý thuyết kỳ vọng coi lãi suất dài hạn bằng mức trung bình của lãi suất ngắn hạn trong tương lai dự kiến xảy ra trong suốt thời hạn của trái phiếu. Ngược lại, lý thuyết thị trường phân mảnh coi việc xác định lãi suất cho kỳ hạn của mỗi trái phiếu chỉ là kết quả của cung và cầu trên thị trường đó. Bản thân những lý thuyết này đều không thể giải thích thực tế là lãi suất của các trái phiếu có kỳ hạn khác nhau di chuyển cùng nhau theo thời gian và đường cong lãi suất thường dốc lên.
3. Lý thuyết phần bù thanh khoản (môi trường ưu tiên) kết hợp các đặc điểm của hai lý thuyết kia, và khi đó có thể giải thích các thực tế vừa đề cập. Lý thuyết phần bù thanh khoản (môi trường ưu tiên) xem lãi suất dài hạn bằng mức trung bình của lãi suất ngắn hạn trong tương lai dự kiến xảy ra trong suốt thời hạn của trái phiếu cộng với phần bù thanh khoản. Lý thuyết phần bù thanh khoản (môi trường ưu tiên) cho phép chúng ta suy ra kỳ vọng của thị trường về sự di chuyển của lãi suất ngắn hạn trong tương lai từ đường cong lãi suất. Một đường cong dốc lên mạnh cho thấy lãi suất ngắn hạn trong tương lai dự kiến sẽ tăng; một đường cong dốc lên nhẹ, cho thấy lãi suất ngắn hạn được kỳ vọng sẽ giữ nguyên; một đường cong phẳng, cho thấy lãi suất ngắn hạn dự kiến sẽ giảm nhẹ; và một đường cong lãi suất nghịch đảo, cho thấy lãi suất ngắn hạn dự kiến sẽ giảm đáng kể trong tương lai.

THUẬT NGỮ QUAN TRỌNG

cơ quan xếp hạng tín dụng,120
vỡ nợ,117
trái phiếu phi vỡ nợ,118
lý thuyết kỳ vọng,127
đường cong lãi suất nghịch đảo,125
trái phiếu rác,120
lý thuyết phần bù thanh khoản,131
lý thuyết môi trường ưu tiên,131
phần bù rủi ro,118
cấu trúc rủi ro của lãi suất,117
lý thuyết thị trường phân mảnh,130
cấu trúc kỳ hạn của lãi suất,117
đường cong lãi suất,125

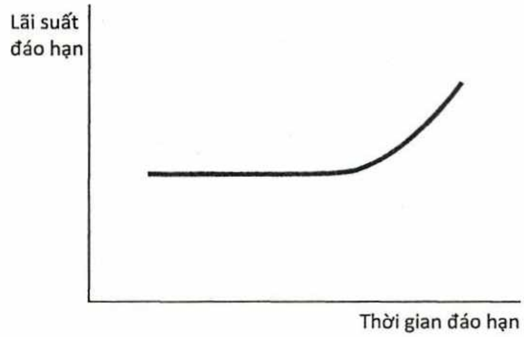
CÂU HỎI

Tất cả các câu hỏi đều có trong **MyLab Economics** tại www.pearson.com/mylab/economics.

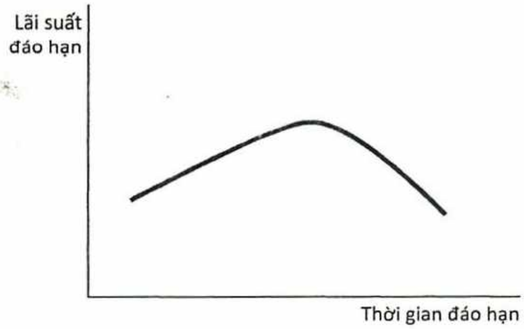
1. Nếu trái phiếu rác là "rác", thì tại sao các nhà đầu tư lại mua chúng?
2. Trái phiếu nào nên có phần bù rủi ro cao hơn trong lãi suất của nó, một trái phiếu doanh nghiệp có xếp hạng Baa hay trái phiếu doanh nghiệp có xếp hạng C theo Moody's? Tại sao?
3. Bạn nghĩ rằng một tín phiếu Kho bạc Hoa Kỳ sẽ có phần bù rủi ro cao hơn, thấp hơn hay bằng với chứng khoán tương tự (về kỳ hạn và tính thanh khoản) do chính phủ Colombia phát hành?
4. Vào mùa thu năm 2008, AIG, công ty bảo hiểm lớn nhất thế giới vào thời điểm đó, đứng trước nguy cơ vỡ nợ do mức độ nghiêm trọng của cuộc khủng hoảng tài chính toàn cầu. Do đó, chính phủ Mỹ đã can thiệp hỗ trợ AIG bằng việc bơm vốn lớn và sở hữu cổ phần. Điều này sẽ ảnh

hưởng như thế nào, nếu có, đến lãi suất và phần bù rủi ro đối với nợ của AIG?

5. Phần bù rủi ro trên trái phiếu doanh nghiệp thường nghịch chu kỳ; nghĩa là, chúng giảm trong thời kỳ chu kỳ kinh doanh mở rộng và tăng lên trong thời kỳ suy thoái. Tại sao?
6. Ngay trước sự sụp đổ của thị trường vay thế chấp dưới chuẩn vào năm 2007, các cơ quan xếp hạng tín dụng quan trọng nhất đã xếp hạng các chứng khoán được đảm bảo bằng vay thế chấp với xếp hạng Aaa và AAA. Giải thích tại sao một vài tháng vào năm 2008, vẫn một chứng khoán đó lại nhận xếp hạng thấp nhất có thể. Chúng ta có nên luôn tin tưởng các tổ chức xếp hạng tín dụng không?
7. Bộ Tài chính Hoa Kỳ phát hành một số khoản nợ của mình dưới dạng Chứng khoán Kho bạc Điều chỉnh theo Lạm phát, hoặc TIIS (thường được gọi là TIPS, từ viết tắt của Treasury Inflation Protected Securities), trong đó giá trái phiếu được điều chỉnh theo lạm phát trong suốt vòng đời của công cụ nợ. Trái phiếu TIPS được giao dịch trên quy mô nhỏ hơn nhiều so với trái phiếu kho bạc danh nghĩa của Hoa Kỳ có kỳ hạn tương đương. Bạn có thể kết luận gì về phần bù thanh khoản của TIPS so với lãi suất danh nghĩa của trái phiếu Hoa Kỳ?
8. Dự đoán điều gì sẽ xảy ra với lãi suất trái phiếu của một công ty nếu chính phủ liên bang đảm bảo ngày hôm nay rằng nó sẽ trả cho các chủ nợ nếu công ty phá sản trong tương lai. Điều gì sẽ xảy ra với lãi suất chứng khoán kho bạc?
9. Dự đoán điều gì sẽ xảy ra đối với phần bù rủi ro của trái phiếu địa phương nếu chính phủ liên bang đảm bảo ngày hôm nay rằng họ sẽ trả cho các chủ nợ nếu chính quyền địa phương không trả được nợ. Bạn có nghĩ rằng việc trái phiếu địa phương được miễn thuế thu nhập có còn có ý nghĩa?
10. Trong năm 2008, sự khác biệt về lãi suất (chênh lệch lãi suất) giữa thương phiếu tài chính ba tháng được xếp hạng AA và thương phiếu phi tài chính ba tháng được xếp hạng AA tăng đều đặn từ mức thông thường là gần bằng 0, tăng vọt lên đạt đỉnh ở mức hơn một điểm phần trăm vào tháng 10 năm 2008. Điều gì giải thích cho sự gia tăng đột biến này?
11. Nếu việc miễn thuế thu nhập đối với trái phiếu địa phương bị bãi bỏ, điều gì sẽ xảy ra đối với lãi suất của những trái phiếu này? Thay đổi này sẽ có ảnh hưởng gì đến lãi suất của chứng khoán Kho bạc Hoa Kỳ?
12. Trước năm 2008, những người cho vay thế chấp yêu cầu giám định nhà để đánh giá giá trị của căn nhà và thường sử dụng chỉ một hoặc hai công ty giám định cho một thị trường địa lý. Sau sự sụp đổ của thị trường nhà ở năm 2008, những người cho vay thế chấp vẫn yêu cầu kiểm tra nhà, nhưng việc kiểm tra này đã được sắp xếp thông qua một bên thứ ba. Kịch bản trước năm 2008 minh họa tình trạng xung đột lợi ích tương tự như vai trò của các tổ chức xếp hạng tín dụng trong cuộc khủng hoảng tài chính toàn cầu như thế nào?
13. "Theo lý thuyết kỳ vọng về cấu trúc kỳ hạn, đầu tư vào trái phiếu kỳ hạn một năm, sau đó tái đầu tư trong suốt giai đoạn hai năm, sẽ tốt hơn hơn là đầu tư vào trái phiếu kỳ hạn hai năm nếu lãi suất của trái phiếu kỳ hạn một năm là giống nhau trong cả hai năm." Tuyên bố này đúng, sai hay không chắc chắn?
14. Nếu các nhà đầu tư trái phiếu thấy trái phiếu kỳ hạn 30 năm không còn là khoản đầu tư hấp dẫn như trước, hãy dự đoán điều gì sẽ xảy ra với đường cong lãi suất, giả sử (a) lý thuyết kỳ vọng của cấu trúc kỳ hạn là đúng; và (b) lý thuyết thị trường phân mảnh về cấu trúc kỳ hạn là đúng.
15. Giả sử lãi suất trái phiếu kho bạc Hoa Kỳ kỳ hạn một, năm và mười năm hiện lần lượt là 3%, 6% và 6%. Nhà đầu tư A chọn chỉ nắm giữ trái phiếu kỳ hạn một năm và với Nhà đầu tư B việc nắm giữ trái phiếu kỳ hạn 5 và 10 năm chẳng khác gì nhau. Bạn có thể giải thích hành vi của Nhà đầu tư A và B như thế nào?
16. Nếu đường cong lãi suất có dạng như trong hình bên dưới, thị trường dự đoán điều gì về sự biến động của lãi suất ngắn hạn trong tương lai? Đường cong lãi suất có thể chỉ ra điều gì về những dự đoán của thị trường đối với tỷ lệ lạm phát trong tương lai?



17. Nếu đường cong lãi suất có dạng như trong hình dưới đây, thị trường dự đoán điều gì về sự biến động của lãi suất ngắn hạn trong tương lai? Đường cong lãi suất có thể chỉ ra điều gì về những dự đoán của thị trường đối với tỷ lệ lạm phát trong tương lai?



18. Nếu đường cong lãi suất nhìn chung là phẳng, điều này sẽ nói lên điều gì về phần bù thanh khoản (kỳ hạn) trong cấu trúc kỳ hạn? Bạn sẽ đồng ý với lý thuyết kỳ vọng hơn hay ít đi?
19. Nếu đường cong lãi suất đột nhiên dốc hơn, bạn sẽ điều chỉnh dự báo lãi suất trong tương lai như thế nào?
20. Nếu kỳ vọng về lãi suất ngắn hạn trong tương lai đột ngột giảm, điều gì sẽ xảy ra với độ dốc của đường cong lãi suất?
21. Sau cuộc họp chính sách vào ngày 19 tháng 3 năm 2009, Cục Dự trữ Liên bang đã đưa ra thông báo rằng họ sẽ mua tới 300 tỷ đô la chứng khoán Kho bạc dài hạn hơn trong sáu tháng tới. Chính sách này có thể có tác động gì đến đường cong lãi suất?

BÀI TẬP ÁP DỤNG

Tất cả các bài tập áp dụng đều có trong **MyLab Economics** tại www.pearson.com/mylab/economics.

22. Năm 2010 và 2011, Chính phủ Hy Lạp có nguy cơ vỡ nợ do khủng hoảng ngân sách trầm trọng. Sử dụng đồ thị thị trường trái phiếu, so sánh tác động lên phần bù rủi ro giữa nợ Kho bạc Hoa Kỳ và nợ Hy Lạp có kỳ hạn tương đương.
23. Giả sử lý thuyết kỳ vọng là lý thuyết đúng về cấu trúc kỳ hạn, hãy tính lãi suất trong cấu trúc kỳ hạn cho các kỳ hạn từ 1 đến 5 năm và vẽ các đường cong lãi suất cho các biến động sau của lãi suất một năm trong thời gian năm năm tiếp theo:

    a. 5%, 7%, 7%, 7%, 7%

    b. 5%, 4%, 4%, 4%, 4%

    Đường cong lãi suất của bạn sẽ thay đổi như thế nào nếu mọi người thích trái phiếu ngắn hạn hơn trái phiếu dài hạn?
24. Giả sử lý thuyết kỳ vọng là lý thuyết đúng về cấu trúc kỳ hạn, hãy tính lãi suất trong cấu trúc kỳ hạn cho các kỳ hạn từ 1 đến 5 năm và vẽ các đường cong lãi suất cho các biến động sau của lãi suất một năm trong thời gian năm năm tiếp theo:

    a. 5%, 6%, 7%, 6%, 5%

    b. 5%, 4%, 3%, 4%, 5%

    Đường cong lãi suất của bạn sẽ thay đổi như thế nào nếu mọi người thích trái phiếu kỳ hạn ngắn hơn trái phiếu dài hạn?
25. Bảng dưới đây cho thấy lãi suất một năm hiện tại và kỳ vọng trong tương lai, cũng như lãi suất hiện tại của trái phiếu nhiều năm. Sử dụng bảng để tính phần bù thanh khoản cho mỗi trái phiếu nhiều năm

Năm	Lãi suất trái phiếu kỳ hạn một năm	Lãi suất trái phiếu nhiều năm
1	2%	2%
2	3%	3%
3	4%	5%
4	6%	6%
5	7%	8%

BÀI TẬP PHÂN TÍCH DỮ LIỆU

Các bài tập được cập nhật bằng dữ liệu thời gian thực trong **MyLab Economics** và có thể dùng để thực hành hoặc để làm bài tập lớn.

1. Truy cập cơ sở dữ liệu FRED của Cục Dự trữ Liên bang St. Louis và tìm dữ liệu về lãi suất trái phiếu doanh nghiệp Moody's Aaa (AAA) và lãi suất trái phiếu doanh nghiệp Moody's Baa (BAA). Tải dữ liệu xuống bảng tính.

    a. Tính chênh lệch (khác biệt) giữa lãi suất trái phiếu doanh nghiệp Baa và Aaa cho tháng có dữ liệu gần nhất. Sự khác biệt này thể hiện điều gì?

    b. Tính toán chênh lệch một lần nữa, cho cùng tháng nhưng trước đó một năm và so sánh kết quả với câu trả lời của bạn cho phần (a). Câu trả lời của bạn nói gì về việc phần bù rủi ro đã thay đổi như thế nào trong năm qua?

    c. Xác định tháng có mức chênh lệch cao nhất và thấp nhất kể từ đầu năm 2000. Các mức chênh lệch này so

với dữ liệu chênh lệch gần nhất như thế nào? Giải thích kết quả.

2. Truy cập cơ sở dữ liệu FRED của Cục Dự trữ Liên bang St. Louis và tìm dữ liệu lợi suất hàng ngày trên các chứng khoán kho bạc Hoa Kỳ sau: một tháng (DGS1MO), ba tháng (DGS3MO), sáu tháng (DGS6MO), một năm (DGS1), hai năm (DGS2), ba năm (DGS3), năm năm (DGS5), bảy năm (DGS7), 10 năm (DGS10), 20 năm (DGS20) và 30 năm (DGS30). Tải xuống toàn bộ dữ liệu của năm cuối cùng có sẵn vào một bảng tính.

   a. Xây dựng đường cong lãi suất bằng cách tạo biểu đồ đường cho dữ liệu ngày gần đây nhất và trong cùng ngày (hoặc càng gần ngày càng tốt) một năm trước, qua tất cả các kỳ hạn. So sánh các đường cong lãi suất? Độ dốc thay đổi nói lên điều gì về những thay đổi tiềm tàng trong tình hình kinh tế?

   b. Xác định ngày đưa ra tuyên bố chính sách của Ủy ban Thị trường Mở Liên bang gần đây nhất. Xây dựng đường cong lãi suất cho cả ngày trước khi phát hành tuyên bố chính sách và ngày phát hành tuyên bố chính sách. Có bất kỳ thay đổi đáng kể nào trong đường cong lãi suất do tuyên bố chính sách không? Điều này có thể được giải thích như thế nào?

BÀI TẬP WEB

1. Số tiền lãi bổ sung mà nhà đầu tư nhận được do các khoản phần bù rủi ro khác nhau thay đổi theo thời gian. Đôi khi phần bù rủi ro lớn hơn nhiều so với những thời điểm khác. Ví dụ, phần bù rủi ro vỡ nợ là rất nhỏ vào cuối những năm 1990 khi nền kinh tế rất khỏe mạnh nên rất hiếm khi xảy ra phá sản trong kinh doanh. Phần bù rủi ro này tăng lên trong thời kỳ suy thoái. Truy cập http://www.federalreserve.gov/releases/h15 (dữ liệu lịch sử), và tìm ba danh sách lãi suất sau đây cho trái phiếu được xếp hạng AAA và Baa: danh sách mới nhất; niêm yết vào ngày 5 tháng 1 năm 2018; và danh sách cho ngày 1 tháng 6 năm 2008 và ngày 1 tháng 6 năm 2007. Vẽ một biểu đồ thể hiện thông tin lãi suất của các trái phiếu này trong ba khoảng thời gian này (xem Hình 1 để làm ví dụ). Phần bù rủi ro có ổn định không, hay chúng thay đổi theo thời gian?

2. Hình 7 cho thấy một số đường cong lãi suất tại các thời điểm khác nhau. Truy cập http://www.bloomberg.com/markets/rates/index.html và tìm dữ liệu về lợi suất của Kho bạc Hoa Kỳ cho các kỳ hạn khác nhau. Đường cong lãi suất hiện tại có nằm trên hoặc dưới đường cong gần đây nhất được liệt kê trong Hình 7 không? Đường cong lãi suất hiện tại phẳng hơn hay dốc hơn đường gần đây nhất được báo cáo trong Hình 7?

TRANG WEB THAM KHẢO

http://www.federalreserve.gov/Releases/h15/update/

Cục Dự trữ Liên bang đưa ra lãi suất Trái phiếu kho bạc Hoa Kỳ ở các kỳ hạn khác nhau.

http://stockcharts.com/charts/YieldCurve.html

Trang web này cho phép bạn xem đường cong lãi suất động tại bất kỳ thời điểm nào kể từ năm 1999.

7 Thị trường cổ phiếu, Lý thuyết Kỳ vọng Hợp lý và Giả thuyết Thị trường Hiệu quả

Mục tiêu học tập

- Tính giá của cổ phiếu phổ thông.
- Đánh giá được tác động của thông tin mới lên giá cổ phiếu.
- So sánh và làm rõ sự tương phản giữa kỳ vọng thích ứng và kỳ vọng hợp lý.
- Giải thích lý do tại sao các cơ hội *arbitrage* cho thấy tính hợp lý của giả thuyết thị trường hiệu quả.
- Xác định và giải thích ý nghĩa của giả thuyết thị trường hiệu quả đối với thị trường tài chính.
- Tóm tắt các lý do tại sao tài chính hành vi cho rằng giả thuyết thị trường hiệu quả có thể không đúng.

Giới thiệu

Hiếm có ngày nào trôi qua mà chúng ta không thấy một tin tức nổi bật nào về thị trường cổ phiếu. Mọi người đã chứng kiến những biến động lớn trên thị trường cổ phiếu trong những năm gần đây. Những năm 1990 là một thập kỷ đặc biệt đối với cổ phiếu: Chỉ số Dow Jones và S&P 500 tăng hơn 400%, trong khi chỉ số NASDAQ tăng hơn 1.000%. Đến đầu năm 2000, cả ba chỉ số đều đạt mức cao kỷ lục. Rất tiếc, thời gian tươi đẹp không kéo dài. Bắt đầu từ đầu năm 2000, thị trường cổ phiếu bắt đầu xuống dốc và nhiều nhà đầu tư mất trắng. Chỉ số NASDAQ sụp đổ, giảm hơn 50%, trong khi chỉ số Dow Jones và S&P 500 giảm 30% tính đến tháng 1 năm 2003. Dù sau đó đã tăng hơn 30%, thị trường cổ phiếu lại sụp đổ trong cuộc khủng hoảng tài chính toàn cầu, giảm hơn 50% so với mức đỉnh vào mùa thu năm 2007. Bắt đầu từ năm 2009, thị trường cổ phiếu phục hồi nhanh chóng, tăng hơn gấp ba lần và đạt mức cao mới vào năm 2017.

Vì có quá nhiều người đầu tư vào thị trường cổ phiếu và giá cổ phiếu ảnh hưởng đến tuổi hưu trí của nhiều người, thị trường cổ phiếu rõ ràng là thị trường tài chính nhận được nhiều sự quan tâm và theo dõi nhất. Trong chương này, trước tiên chúng ta tìm hiểu cách thức hoạt động của thị trường quan trọng này.

Ta bắt đầu với các lý thuyết cơ bản làm nền tảng cho việc định giá cổ phiếu. Những lý thuyết này rất quan trọng để hiểu các yếu tố khiến giá trị của cổ phiếu tăng giảm từng phút và từng ngày. Khi đã học được các phương pháp định giá cổ phiếu, chúng ta cần tìm hiểu xem kỳ vọng về thị trường ảnh hưởng như thế nào đến biến động của nó thông qua *lý thuyết kỳ vọng hợp lý*. Khi lý thuyết này được áp dụng cho thị trường tài chính, ta có *giả thuyết thị trường hiệu quả*, với một số hàm ý chung đối với cách hoạt động của một số thị trường khác. Lý thuyết kỳ vọng hợp lý cũng là trọng tâm của các cuộc tranh luận về việc thực hiện chính sách tiền tệ, sẽ được thảo luận trong Chương 24.

ĐỊNH GIÁ CỔ PHIẾU PHỔ THÔNG

Cổ phiếu phổ thông là phương thức chính để các công ty huy động vốn cổ phần. **Cổ đông** — những người nắm giữ cổ phiếu của một công ty — sở hữu lợi ích trong công ty tương đương với tỷ lệ phần trăm cổ phiếu đang lưu hành mà họ sở hữu. Quyền sở hữu này mang lại cho họ một tập hợp các quyền lợi. Quan trọng nhất là quyền biểu quyết và là **quyền thụ hưởng còn lại** với tất cả các dòng quỹ chảy vào công ty (là **các dòng tiền**), có nghĩa là cổ đông nhận được những gì còn lại sau khi tất cả các quyền thụ hưởng khác đối với tài sản

của công ty đã được thỏa mãn. Cổ đông có thể nhận cổ tức từ thu nhập ròng của công ty. **Cổ tức** là khoản thanh toán được thực hiện định kỳ, thường là hàng quý, cho cổ đông. Ban giám đốc của công ty ấn định mức cổ tức, thường là dựa trên đề xuất của hội đồng quản trị. Ngoài ra, cổ đông có quyền bán cổ phiếu.

Một nguyên tắc cơ bản của tài chính là giá trị của bất kỳ khoản đầu tư nào sẽ được tính bằng giá trị hiện tại của tất cả các dòng tiền mà nó sẽ tạo ra trong suốt thời gian tồn tại. Ví dụ, một tòa nhà thương mại sẽ được bán với giá phản ánh dòng tiền ròng (tiền thuê trừ đi chi phí) mà nó dự kiến sẽ đem lại trong suốt thời gian sử dụng. Tương tự, chúng ta định giá cổ phiếu phổ thông là giá trị tính theo đô la hiện nay của tất cả các dòng tiền trong tương lai. Dòng tiền mà cổ đông có thể kiếm được từ cổ phiếu là cổ tức, giá bán hoặc cả hai.

Để phát triển lý thuyết định giá cổ phiếu, chúng ta bắt đầu với tình huống đơn giản nhất có thể xảy ra: Bạn mua cổ phiếu, nắm giữ cổ phiếu đó trong một giai đoạn để nhận cổ tức, sau đó bán cổ phiếu. Chúng ta gọi đây là *mô hình định giá một giai đoạn.*

Mô hình định giá một giai đoạn

Giả sử bạn có một số tiền để đầu tư trong một năm. Sau một năm, bạn sẽ cần bán khoản đầu tư của mình để trả học phí. Sau khi xem CNBC hoặc *Nightly Business Report* trên TV, bạn quyết định chọn cổ phiếu của Intel Corp. Bạn gọi cho nhà môi giới và biết rằng Intel hiện đang bán với giá 50 đô la cho mỗi cổ phiếu và trả 0,16 đô la cổ tức mỗi năm. Nhà phân tích trên CNBC dự đoán rằng cổ phiếu sẽ được bán với giá 60 đô la sau một năm. Bạn có nên mua cổ phiếu này không?

Để trả lời câu hỏi này, bạn cần xác định xem mức giá hiện tại có phản ánh chính xác dự báo của nhà phân tích hay không. Để định giá cổ phiếu ngày hôm nay, bạn cần tìm giá trị chiết khấu hiện tại của các dòng tiền dự kiến (các khoản thanh toán trong tương lai) bằng công thức trong Phương trình 1 của Chương 4. Trong phương trình này, thay vì sử dụng lãi suất hệ số chiết khấu của các dòng tiền là lợi suất yêu cầu của các khoản đầu tư vào vốn chủ sở hữu. Dòng tiền bao gồm một khoản chi trả cổ tức cộng với giá bán cuối cùng. Khi các dòng tiền này được chiết khấu về hiện tại, phương trình sau đây tính giá hiện tại của cổ phiếu:

$$P_0 = \frac{D_1}{(1+k_e)} + \frac{P_1}{(1+k_e)} \tag{1}$$

trong đó P_0 = giá hiện tại của cổ phiếu. Số không ở chỉ số dưới đề cập đến thời điểm không, hoặc là thời điểm hiện tại.
D_1 = cổ tức được trả vào cuối năm 1
k_e = lợi suất yêu cầu của các khoản đầu tư vào vốn chủ sở hữu
P_1 = giá cuối năm 1; là giá bán dự đoán của cổ phiếu

Để hiểu cơ chế của Phương trình 1, hãy tính giá của cổ phiếu Intel nếu sau khi cân nhắc kỹ, bạn thấy hài lòng khi kiếm được 12% lợi suất đầu tư. Nếu bạn đã chốt $k_e = 0{,}12$, được thông báo rằng Intel trả 0,16 đô la mỗi năm cổ tức ($D_1 = 0{,}16$) và dự báo giá cổ phiếu là 60 đô la vào cuối năm 1 ($P_1 = 60$ đô la), bạn nhận được kết quả sau từ Phương trình:

$$P_0 = \frac{0{,}16}{1+0{,}12} + \frac{\$60}{1+0{,}12} = \$0{,}14 + \$53{,}37 = \$53{,}71$$

Trên cơ sở phân tích trên, bạn thấy rằng giá trị hiện tại của tất cả các dòng tiền từ cổ phiếu là 53,71 đô la. Vì cổ phiếu hiện có giá 50 đô la mỗi cổ phiếu, bạn sẽ chọn mua nó. Tuy nhiên, bạn nên lưu ý rằng sở dĩ cổ phiếu được bán với giá thấp hơn 53,71 đô la, vì các nhà đầu tư khác đã xác định mức rủi ro lớn hơn đối với dòng tiền hoặc ước tính dòng tiền ít hơn so với bạn.

Mô hình định giá cổ tức tổng quát

Sử dụng khái niệm giá trị hiện tại, chúng ta có thể mở rộng mô hình định giá cổ tức một giai đoạn cho số giai đoạn bất kỳ: Giá trị của một cổ phiếu hôm nay là giá trị hiện tại của tất cả các dòng tiền trong tương lai. Dòng tiền mà nhà đầu tư sẽ nhận được bao gồm các dòng cổ tức và giá bán cuối cùng khi cổ phiếu được bán trong kỳ *n*. Công thức tổng quát nhiều giai đoạn để định giá cổ phiếu có thể được viết dưới dạng

$$P_0 = \frac{D_1}{(1+k_e)^1} + \frac{D_2}{(1+k_e)^2} + \ldots + \frac{D_n}{(1+k_e)^n} + \frac{P_n}{(1+k_e)^n} \tag{2}$$

trong đó P_n = giá của cổ phiếu vào cuối kỳ n
D_i = khoản cổ tức được trả vào cuối năm i

Nếu sử dụng Công thức 2 để tìm giá trị của một cổ phiếu, bạn sẽ thấy ngay rằng trước tiên bạn phải ước tính giá trị của cổ phiếu tại một thời điểm nào đó trong tương lai trước khi bạn có thể ước tính giá trị của nó ngày hôm nay. Nói cách khác, bạn phải tìm P_n trước khi bạn có thể tìm P_0. Tuy nhiên, nếu P_n ở xa trong tương lai, nó sẽ không ảnh hưởng đến P_0. Ví dụ: giá trị hiện tại của một cổ phiếu được bán với giá 50 đô la trong bảy mươi lăm năm kể từ bây giờ, sử dụng tỷ lệ chiết khấu 12%, chỉ là một cent $[50/(1{,}12^{75}) = 0{,}01$ đô la]. Lập luận này ngụ ý rằng giá trị hiện tại của một cổ phiếu có thể được tính đơn giản chỉ là giá trị hiện tại của các dòng cổ tức trong tương lai. **Mô hình cổ tức tổng quát** được đưa ra trong Phương trình 3. Lưu ý rằng nó có công thức tương tự Phương trình 2, nhưng không có giá bán cuối cùng:

$$P_0 = \sum_{t=1} \frac{D_t}{(1+k_e)^t} \tag{3}$$

Hãy phân tích hàm ý của Phương trình 3 một chút. Mô hình cổ tức tổng quát nói rằng giá cổ phiếu chỉ được xác định bởi giá trị hiện tại của cổ tức và ngoài ra không còn gì khác. Nhiều cổ phiếu không trả cổ tức, vậy những cổ phiếu này có giá trị từ đâu ra? *Người mua cổ phiếu kỳ vọng rằng công ty sẽ trả cổ tức vào một ngày nào đó.* Phần lớn các công ty bắt đầu lên kế hoạch chi trả cổ tức ngay sau khi hoàn thành giai đoạn tăng trưởng nhanh chóng trong vòng đời của mình.

Mô hình định giá cổ tức tổng quát đòi hỏi chúng ta phải tính toán giá trị hiện tại của một dòng các cổ tức vô hạn, một quá trình chỉ nghe thôi đã thấy khó. Do đó, để làm cho việc tính toán dễ dàng hơn, các mô hình đơn giản hóa đã được tạo ra. Một trong những mô hình như vậy là **mô hình tăng trưởng Gordon**, giả định mức tăng trưởng cổ tức không đổi.

Mô hình tăng trưởng Gordon

Nhiều công ty cố gắng tăng cổ tức của họ với tốc độ không đổi mỗi năm. Phương trình 4 được suy ra từ Phương trình 3 để phản ánh sự tăng trưởng không đổi của cổ tức:

$$P_0 = \frac{D_0 \times (1+g)^1}{(1+k_e)^1} + \frac{D_0 \times (1+g)^2}{(1+k_e)^2} + \ldots + \frac{D_0 \times (1+g)^\infty}{(1+k_e)^\infty} \tag{4}$$

trong đó D_0= cổ tức chi trả gần đây nhất
g = tỷ lệ tăng trưởng không đổi dự kiến trong cổ tức
k_e = lợi suất yêu cầu trên một khoản đầu tư vào vốn chủ sở hữu

Phương trình 4 có thể được đơn giản hóa để có được Phương trình 5:[1]

$$P_0 = \frac{D_0 \times (1+g)}{(k_e - g)} = \frac{D_1}{(k_e - g)} \tag{5}$$

*Về mặt tính toán, đây là giả định bắt buộc vì nếu không khi tính toán giá trị cổ phiếu với $r<g$ thì giá cổ phiếu sẽ âm. Tuy nhiên, bạn cũng không cần quá lo lắng vì về mặt bản chất toán thì công thức 5 ở trên thực chất là phép tính *lim* của dòng tiền niên kim tăng trưởng khi t tiến tới vô cùng, và nó chỉ ra kết quả ở trên khi $r>g$, phép tính này sẽ ra giá trị vô hạn nếu $r<g$ nên không thể áp dụng công thức 5.

Mô hình này rất hữu ích cho việc tìm giá trị của một cổ phiếu, với một số giả định sau:

1. *Cổ tức được giả định sẽ tiếp tục tăng với tốc độ không đổi mãi mãi.* Trên thực tế, miễn là cổ tức dự kiến sẽ tăng với tốc độ không đổi trong một thời gian đủ dài, thì mô hình sẽ mang lại kết quả hợp lý. Đây là do sai số khi chiết khấu về hiện tại của các dòng tiền ở càng xa trở nên càng nhỏ.
2. *Tỷ lệ tăng trưởng được giả định là nhỏ hơn tỷ suất sinh lợi yêu cầu trên vốn chủ sở hữu, k_e.* Myron Gordon, trong quá trình phát triển mô hình của mình, đã chứng minh rằng đây là một giả định hợp lý. Về lý thuyết, nếu tốc độ tăng trưởng nhanh hơn lợi suất yêu cầu của những người nắm giữ vốn chủ sở hữu của công ty, thì về lâu dài, công ty sẽ tăng trưởng tới mức lớn không thể tưởng tượng được*.

CÁCH THỊ TRƯỜNG XÁC LẬP GIÁ CỔ PHIẾU

Giả sử bạn đi đến một cuộc đấu giá xe hơi. Khách hàng được xem xe trước khi cuộc đấu giá bắt đầu và bạn rất thích một chiếc Mazda Miata nhỏ. Bạn lái thử nó trong bãi đậu xe và nhận thấy rằng nó phát ra một vài tiếng động lạ, nhưng bạn vẫn thích chiếc xe. Bạn thấy rằng 5.000 đô la là một mức giá hợp lý, có thể tiếng ồn sẽ trở nên nghiêm trọng và bạn phải bỏ tiền để xử lý nó. Cuộc đấu giá sắp bắt đầu, vì vậy bạn đi vào và đợi đấu giá chiếc Miata.

Giả sử một người mua khác cũng phát hiện ra chiếc Miata đó. Anh ta lái thử chiếc xe và nhận ra rằng tiếng ồn chỉ đơn giản là do má phanh bị mòn và anh ta có thể tự sửa chữa với chi phí thấp. Anh ta đánh giá rằng chiếc xe trị giá 7.000 đô la. Anh ta cũng đi vào và đợi đấu giá.

[1]Để tạo ra Phương trình 5 từ Phương trình 4, trước tiên hãy nhân cả hai vế của Phương trình 4 với $(1 + k_e)/(1 + g)$, sau đó lấy kết quả trừ đi Phương trình 4. Điều này mang lại

$$\frac{P_0 \times (1+k_e)}{(1+g)} - P_0 = D_0 - \frac{D_0 \times (1+g)^\infty}{(1+k_e)^\infty}$$

Giả sử rằng k_e lớn hơn g, số hạng ở ngoài cùng bên phải sẽ tiến gần đến số 0 và do đó có thể bị loại bỏ. Do đó, sau khi loại P_0 ra khỏi vế trái,

$$P_0 \times \left[\frac{1+k_e}{1+g} - 1\right] = D_0$$

Tiếp theo, đơn giản hóa bằng cách kết hợp các thành phần:

$$P_0 \times \frac{(1+k_e) - (1+g)}{1+g} = D_0$$

$$P_0 = \frac{D_0 \times (1+g)}{k_e - g} = \frac{D_1}{k_e - g}$$

Ai sẽ mua xe, và với giá bao nhiêu? Giả sử chỉ có hai người quan tâm đến Miata. Bạn bắt đầu đấu giá ở mức 4.000 đô la. Đối thủ cạnh tranh của bạn tăng giá lên 4,500. Bạn tăng lên giá cao nhất của mình là 5.000 đô la. Anh ta tiếp tục với 5,100. Giá bây giờ cao hơn giới hạn bạn sẵn sàng trả, vì vậy bạn ngừng đấu giá. Chiếc xe được bán cho người mua có nhiều thông tin hơn với giá 5,100.

Ví dụ đơn giản này cho thấy một số điểm quan trọng. Thứ nhất, giá do người mua sẵn sàng trả giá cao nhất ấn định. Giá này không nhất thiết phải là giá cao nhất mà tài sản có thể có được, nhưng nó lớn hơn so với những gì mà bất kỳ người mua nào khác sẵn sàng trả.

Thứ hai, giá thị trường sẽ do người mua có thể tận dụng tốt nhất tài sản ấn định. Người mua được chiếc xe biết rằng mình có thể sửa tiếng ồn một cách dễ dàng với chi phí thấp. Kết quả là anh ta sẵn sàng trả nhiều tiền hơn cho chiếc xe so với bạn. Khái niệm tương tự cũng áp dụng cho các tài sản khác. Ví dụ, một tài sản hoặc một tòa nhà sẽ được bán cho người mua nào có thể đưa tài sản đó vào mục đích sử dụng hiệu quả nhất.

Cuối cùng, ví dụ trên cho thấy vai trò của thông tin trong việc định giá tài sản. Thông tin tốt hơn về tài sản có thể làm tăng giá trị của nó bằng cách giảm rủi ro. Khi bạn cân nhắc mua một cổ phiếu, dòng tiền trong tương lai có nhiều ẩn số. Người mua có thông tin tốt nhất về các dòng tiền này sẽ chiết khấu chúng ở mức lãi suất thấp hơn so với người mua không chắc chắn.

Bây giờ chúng ta hãy áp dụng những ý tưởng này để định giá cổ phiếu. Giả sử bạn đang cân nhắc việc mua cổ phiếu dự kiến trả cổ tức 2 đô la vào năm tới. Các nhà phân tích thị trường kỳ vọng công ty sẽ tăng trưởng vô thời hạn ở mức 3%. Bạn không chắc chắn về cả tính ổn định của dòng cổ tức và độ chính xác của tỷ lệ tăng trưởng ước tính. Để bù đắp cho sự bất trắc (rủi ro) này, bạn yêu cầu lợi suất là 15%.

Bây giờ, giả sử Jennifer, một nhà đầu tư khác, đã nói chuyện với những người trong ngành và cảm thấy tự tin hơn về dòng tiền dự kiến. Jennifer chỉ yêu cầu lợi nhuận 12% vì rủi ro nhận thức của cô ấy thấp hơn của bạn. Mặt khác, Bud đang hẹn hò với CEO của công ty. Anh chàng biết rõ hơn về tương lai của công ty, và do đó chỉ yêu cầu lợi suất 10%.

Vậy mỗi nhà đầu tư sẽ định giá cổ phiếu với giá bao nhiêu? Áp dụng mô hình tăng trưởng Gordon sẽ mang lại giá cổ phiếu như sau:

Nhà đầu tư	Tỷ lệ chiết khấu	Giá cổ phiếu
Bạn	15%	\$16.67
Jennifer	12%	\$22.22
Bud	10%	\$28.57

Bạn sẵn sàng trả 16,67 đô la cho cổ phiếu. Jennifer sẽ trả tối đa 22,22 đô la và Bud sẽ trả 28,57 đô la. Nhà đầu tư có mức rủi ro nhận thức thấp nhất sẵn sàng trả nhiều nhất cho cổ phiếu. Nếu không có nhà giao dịch nào khác ngoài ba người này, giá thị trường sẽ nằm trong khoảng từ 22,22 đô la đến 28,57 đô la. Nếu bạn đang nắm giữ cổ phiếu, bạn sẽ bán nó cho Bud.

Do đó, chúng ta thấy rằng những người chơi trên thị trường thông qua việc đấu giá với nhau để thiết lập giá thị trường. Khi thông tin mới về một công ty được công bố, các kỳ vọng thay đổi và giá cả vì thế cũng thay đổi. Thông tin mới có thể gây ra những thay đổi trong kỳ vọng về mức cổ tức trong tương lai hoặc rủi ro của những cổ tức đó. Bởi vì những người tham gia thị trường liên tục nhận được thông tin mới và điều chỉnh kỳ vọng của họ, điều hợp lý là giá cổ phiếu cũng liên tục thay đổi.

ỨNG DỤNG Chính sách tiền tệ và giá cổ phiếu

Các nhà phân tích thị trường cổ phiếu có xu hướng quan tâm đến mọi phát ngôn của chủ tịch Cục Dự trữ Liên bang vì họ biết rằng một yếu tố quan trọng quyết định đến giá cổ phiếu là chính sách tiền tệ. Nhưng chính sách tiền tệ ảnh hưởng đến giá cổ phiếu như thế nào?

Mô hình tăng trưởng Gordon trong Công thức 5 lý giải mối quan hệ này. Chính sách tiền tệ có thể ảnh hưởng đến giá cổ phiếu theo hai cách. Đầu tiên, khi Fed hạ lãi suất, lợi suất của trái phiếu (là tài sản thay thế của cổ phiếu) giảm và các nhà đầu tư phải chấp nhận lợi suất yêu cầu thấp hơn đối với khoản đầu tư vào vốn cổ phần (k_e). Kết quả là sự suy giảm k_e làm giảm mẫu số trong mô hình tăng trưởng Gordon (Phương trình 5), dẫn đến giá trị P_0 cao hơn và làm tăng giá cổ phiếu. Hơn nữa, việc giảm lãi suất có khả năng kích thích nền kinh tế, do đó tốc độ tăng trưởng cổ tức, *g*, có thể sẽ cao hơn một chút. Sự gia tăng *g* này cũng làm cho mẫu số trong phương trình 5 giảm, điều này cũng dẫn đến P_0 cao hơn và tăng giá cổ phiếu.

Như chúng ta sẽ thấy trong Chương 25, tác động của chính sách tiền tệ đến giá cổ phiếu là một trong những phương thức chính mà chính sách tiền tệ ảnh hưởng đến nền kinh tế.

ỨNG DỤNG Cuộc khủng hoảng tài chính toàn cầu và thị trường cổ phiếu

Cuộc khủng hoảng tài chính toàn cầu bắt đầu vào tháng 8 năm 2007 đã dẫn đến một trong những đợt sụt giảm thị trường cổ phiếu tồi tệ nhất trong vòng 50 năm qua. Phân tích về định giá cổ phiếu, một lần nữa sử dụng mô hình tăng trưởng Gordon, có thể giúp chúng ta hiểu sự kiện này ảnh hưởng như thế nào đến giá cổ phiếu.

Cuộc khủng hoảng tài chính toàn cầu đã tác động tiêu cực lớn đến nền kinh tế, dẫn đến việc các công ty Mỹ điều chỉnh giảm triển vọng tăng trưởng, do đó làm giảm tỷ lệ tăng trưởng cổ tức (*g*) trong mô hình Gordon. Theo phương trình 5, sự gia tăng mẫu số sẽ dẫn đến sự giảm P_0 và do đó giá cổ phiếu giảm.

Mức độ bất định về nền kinh tế Hoa Kỳ gia tăng và chênh lệch tín dụng tăng lên do cuộc khủng hoảng nợ dưới chuẩn gây ra cũng làm tăng lợi suất yêu cầu của đầu tư vốn cổ phần. Xét theo phương trình 5, k_e cao hơn dẫn đến mẫu số tăng lên, P_0 giảm và giá cổ phiếu nói chung giảm.

Trong giai đoạn đầu của cuộc khủng hoảng tài chính toàn cầu, sự sụt giảm triển vọng tăng trưởng và chênh lệch tín dụng là vừa phải, và do đó, như mô hình Gordon dự đoán, sự sụt giảm của thị trường cổ phiếu cũng ở mức vừa phải. Tuy nhiên, khi cuộc khủng hoảng bước vào giai đoạn đặc biệt nghiêm trọng vào tháng 10 năm 2008, chênh lệch tín dụng tăng kịch trần, nền kinh tế suy sụp và đúng như mô hình Gordon, thị trường cổ phiếu sụp đổ. Từ đỉnh điểm vào tháng 10 năm 2007 (mức cao nhất của DJIA là 14.066) đến điểm đáy vào tháng 3 năm 2009 (mức thấp nhất của DJIA là 6.547), thị trường đã mất 53% giá trị. •

LÝ THUYẾT KỲ VỌNG HỢP LÝ

Phân tích định giá cổ phiếu trong phần trước phụ thuộc vào kỳ vọng - đặc biệt là kỳ vọng về dòng tiền. Thực ra rất khó để tìm được lĩnh vực kinh tế nào mà kỳ vọng không phải là yếu tố then chốt; đây là lý do tại sao cần phải xem xét kỳ vọng được hình thành như thế nào. Chúng ta cùng nghiên cứu *lý thuyết kỳ vọng hợp lý*, hiện là lý thuyết được sử dụng rộng rãi nhất để mô tả sự hình thành kỳ vọng của doanh nghiệp và người tiêu dùng.

Trong những năm 1950 và 1960, các nhà kinh tế học thường cho rằng kỳ vọng chỉ được hình thành từ kinh nghiệm quá khứ. Ví dụ, kỳ vọng lạm phát thường được coi là mức trung bình của tỷ lệ lạm phát trong quá khứ. Quan điểm hình thành kỳ vọng này, được gọi là **kỳ vọng thích ứng**, lập luận rằng những thay đổi trong kỳ vọng sẽ diễn ra chậm theo thời gian, khi dữ liệu của một biến số điều chỉnh.[2] Vì vậy, nếu lạm phát trước đây ổn định ở mức 5%, kỳ vọng lạm phát trong tương lai cũng sẽ là 5%. Nếu lạm phát tăng lên mức ổn định 10%, kỳ vọng lạm phát trong tương lai sẽ tăng lên 10%, nhưng từ từ: Trong năm đầu tiên, lạm phát kỳ vọng có thể chỉ tăng lên 6%; trong năm thứ hai, lên 7%; v.v.

Giả thuyết kỳ vọng thích ứng gặp một lỗi nền tảng, vì mọi người không chỉ sử dụng dữ liệu quá khứ của một biến số để hình thành kỳ vọng của họ cho biến số đó. Kỳ vọng của họ về lạm phát gần như chắc chắn sẽ bị ảnh hưởng bởi những dự đoán của họ về chính sách tiền tệ trong tương lai, cũng như bởi chính sách tiền tệ hiện tại và trong quá khứ. Ngoài ra, mọi người thường thay đổi kỳ vọng một cách nhanh chóng khi xuất hiện thông tin mới. Nhằm xử lý những khiếm khuyết của kỳ vọng thích ứng, John Muth đã phát triển một lý thuyết kỳ vọng thay thế, được gọi là **kỳ vọng hợp lý**, có thể phát biểu như sau: ***Kỳ vọng sẽ tương đương với dự báo tối ưu (là dự đoán tốt nhất về tương lai) sử dụng tất cả thông tin sẵn có.***[3]

Phát biểu này chính xác muốn nói điều là gì? Để giải thích rõ hơn, ta sử dụng lý thuyết kỳ vọng hợp lý để phân tích kỳ vọng được hình thành như thế nào trong một tình huống mà hầu hết chúng ta sẽ gặp phải vào một thời điểm nào đó trong đời: lái xe đi làm. Giả sử nếu Joe_Người di chuyển đi làm ngoài giờ cao điểm, thì trung bình chuyến đi của anh ấy mất 30 phút. Đôi khi chuyến đi của anh ấy kéo dài 35 phút; lúc khác, 25 phút; nhưng thời gian lái xe trung bình ngoài giờ cao điểm là 30 phút. Tuy nhiên, nếu Joe đi làm vào giờ cao điểm, trung bình anh ấy phải mất thêm 10 phút để đến nơi làm việc. Nếu đi làm vào giờ cao điểm, dự đoán tốt nhất — **dự báo tối ưu** — cho thời gian di chuyển của Joe là 40 phút.

Nếu thông tin duy nhất hiện có liên quan đến thời gian di chuyển của Joe trước khi đi làm là anh ấy sẽ đi trong giờ cao điểm, thì lý thuyết kỳ vọng hợp lý cho phép bạn dự đoán điều gì về kỳ vọng của Joe về thời gian di chuyển? Vì dự đoán tốt nhất về thời gian lái xe của Joe, sử dụng tất cả thông tin hiện có, là 40 phút, nên kỳ vọng của Joe sẽ bằng như vậy. Rõ ràng, kỳ vọng 35 phút sẽ không hợp lý, vì nó không bằng với dự báo tối ưu hoặc dự đoán tốt nhất về thời gian lái xe.

Giả sử rằng ngày hôm sau, với các điều kiện và kỳ vọng tương tự, Joe phải mất 45 phút lái xe đi làm vì anh gặp nhiều đèn đỏ một cách bất thường. Ngày sau đó, Joe không gặp nhiều đèn đỏ như vậy và chỉ mất 35 phút lái xe để đến nơi làm việc. Những sai lệch này có nghĩa là kỳ vọng 40 phút của Joe là phi lý? Không, kỳ vọng 40 phút lái xe vẫn là một kỳ vọng hợp lý. Trong cả hai trường hợp, dự báo bị lệch 5 phút, vì vậy dự đoán không hoàn toàn chính xác mỗi lần. Tuy nhiên, dự báo không nhất thiết phải hoàn toàn chính xác để

[2]Cụ thể hơn, kỳ vọng thích ứng — chẳng hạn như của lạm phát — được viết dưới dạng trung bình trọng số của tỷ lệ lạm phát trong quá khứ:

$$\pi_t^e = (1-\lambda)\sum_{j=0}^{\infty}\lambda^j \pi_{t-j}$$

trong đó π_t^e = kỳ vọng thích ứng của lạm phát tại thời điểm t

π_{t-j} = lạm phát tại thời điểm t j

λ = hằng số nằm giữa 0 và 1

[3]John Muth, "Rational Expectations and the Theory of Price Movements," Econometrica 29 (1961): 315–335.

được coi là hợp lý — nó chỉ cần là dự báo *tốt nhất có thể* với những thông tin sẵn có; nghĩa là, *về trung bình* nó phải đúng và con số 40 phút đáp ứng yêu cầu này. Vì chắc chắn có một số yếu tố ngẫu nhiên trong thời gian lái xe của Joe bất kể điều kiện lái xe như thế nào, nên một dự báo tối ưu không bao giờ hoàn toàn chính xác.

Ví dụ trên cho thấy điểm quan trọng sau đây về kỳ vọng hợp lý: ***Mặc dù kỳ vọng hợp lý bằng với dự báo tối ưu sử dụng tất cả thông tin có sẵn, nhưng dự đoán dựa trên nó không phải lúc nào cũng chính xác hoàn toàn.***

Điều gì sẽ xảy ra nếu một thông tin liên quan đến việc dự đoán thời gian lái xe bị thiếu hoặc bị bỏ qua? Giả sử rằng trên con đường thường đi làm của Joe, một vụ tai nạn xảy ra và gây tắc đường trong 2 giờ. Nếu Joe không có cách nào để xác minh thông tin này, thì kỳ vọng 40 phút lái xe vào giờ cao điểm của anh ấy vẫn là hợp lý, vì Joe không có thông tin tai nạn để đưa vào dự báo tối ưu của mình. Tuy nhiên, nếu có một đài phát thanh hoặc truyền hình báo giao thông về vụ tai nạn mà Joe không thèm nghe, hoặc nghe nhưng bỏ qua, thì kỳ vọng 40 phút của anh ấy không còn hợp lý nữa. Dựa trên sự sẵn có của thông tin mới này, dự báo tối ưu của Joe nên là 2 giờ 40 phút.

Do đó, một kỳ vọng có thể không hợp lý vì hai lý do:

1. Mọi người có thể biết tất cả các thông tin hiện có nhưng lại thấy mất quá nhiều công sức để làm cho kỳ vọng của họ trở thành dự đoán tốt nhất có thể.
2. Mọi người có thể không biết một số thông tin liên quan, vì vậy dự đoán tốt nhất của họ về tương lai sẽ không chính xác.

Tuy nhiên, cần phải công nhận rằng nếu phát sinh một yếu tố nào đó quan trọng nhưng không thể tiếp cận thông tin về nó, thì một kỳ vọng không tính đến yếu tố đó vẫn được coi là hợp lý.

Phát biểu chính thức của lý thuyết

Chúng ta có thể phát biểu lý thuyết về kỳ vọng hợp lý một cách chính thức hơn. Nếu X là giá trị của biến đang được dự báo (trong ví dụ của chúng ta, thời gian lái xe của Joe), X^e là giá trị kỳ vọng của biến này (kỳ vọng của thời gian lái xe của Joe), và X^{of} là giá trị dự báo tối ưu của X sử dụng tất cả thông tin khả thi (dự đoán tốt nhất có thể về thời gian lái xe của Joe), lý thuyết kỳ vọng hợp lý được mô tả đơn giản là

$$X^e = X^{of} \tag{6}$$

Tức là, kỳ vọng của X bằng dự báo tối ưu sử dụng tất cả các thông tin có sẵn.

Cơ sở nền tảng của lý thuyết

Tại sao mọi người cố gắng làm cho kỳ vọng của họ khớp với dự đoán tốt nhất có thể của họ về tương lai, sử dụng tất cả thông tin hiện có? Lời giải thích đơn giản nhất là nếu không làm vậy sẽ rất tốn kém. Rõ ràng anh chàng Joe cần phải có kỳ vọng chính xác nhất có thể về thời gian anh ấy lái xe để đi làm. Nếu tính toán thời gian di chuyển của mình ngắn hơn mức trung bình thực tế, anh ấy thường sẽ đi làm muộn và có nguy cơ bị sa thải. Nếu dự báo của Joe dài hơn thời gian thực tế, anh ấy sẽ tới nơi quá sớm và sẽ phải cắt ngắn thời gian ngủ hoặc giải trí một cách không cần thiết. Kỳ vọng rất cần phải chính xác, và do đó mọi người có động lực mạnh mẽ để cố gắng làm cho kỳ vọng ngang bằng với dự báo tối ưu sử dụng tất cả thông tin sẵn có.

Nguyên tắc tương tự cũng được áp dụng cho các doanh nghiệp. Giả sử một nhà sản xuất thiết bị - chẳng hạn như General Electric - biết rằng biến động lãi suất rất quan trọng đối với việc bán thiết bị. Nếu GE đưa ra dự báo không tốt về lãi suất, GE sẽ kiếm được ít lợi nhuận hơn, bởi vì họ sẽ sản xuất quá nhiều hoặc quá ít thiết bị. Vì thế GE cũng có động lực để thu thập tất cả các thông tin sẵn có giúp GE dự báo lãi suất và đưa ra dự đoán tốt nhất có thể về biến động lãi suất trong tương lai.

Hàm ý của lý thuyết

Ta có hai hàm ý phổ biến liên quan đến việc hình thành kỳ vọng. Những hàm ý này rất quan trọng trong việc phân tích cả thị trường cổ phiếu và nền kinh tế tổng thể:

1. ***Nếu có sự thay đổi trong cách biến động của một biến số, thì cách thức hình thành các kỳ vọng của biến số này cũng sẽ thay đổi.*** Nguyên lý này của lý thuyết kỳ vọng hợp lý có thể dễ dàng hiểu được thông qua một ví dụ cụ thể. Giả sử lãi suất có xu hướng trở về mức "bình thường" theo thời gian. Nếu lãi suất ngày hôm nay cao so với mức bình thường, một dự báo tối ưu về lãi suất trong tương lai là nó sẽ giảm xuống mức bình thường. Lý thuyết kỳ vọng hợp lý ngụ ý rằng khi lãi suất hôm nay cao, kỳ vọng sẽ là lãi suất sẽ giảm trong tương lai.

   Giả sử bây giờ biến động lãi suất thay đổi đến mức khi lãi suất tăng cao và giữ nguyên ở mức cao đó. Trong trường hợp này, khi lãi suất ngày hôm nay cao, thì dự báo tối ưu về lãi suất trong tương lai, và do đó là kỳ vọng hợp lý, là nó sẽ ở mức cao. Kỳ vọng về lãi suất trong tương lai sẽ không còn là lãi suất sẽ giảm. Do đó, sự thay đổi trong cách biến động lãi suất đã dẫn đến sự thay đổi trong cách hình thành các kỳ vọng về lãi suất trong tương lai. Phân tích kỳ vọng hợp lý trong ví dụ này có thể khái quát hóa cho kỳ vọng của bất kỳ biến nào. Do đó, khi có một thay đổi do bất kỳ biến động của một biến nào đó, thì cách hình thành các kỳ vọng của biến số này cũng sẽ thay đổi.
2. ***Sai số dự báo của các kỳ vọng trung bình sẽ bằng 0 và không thể dự đoán trước***. Sai số dự báo của một kỳ vọng là $X - X^e$, chênh lệch giữa giá trị thực tế của biến X và kỳ vọng của biến đó. Nghĩa là, nếu thời gian lái xe của Joe vào một ngày cụ thể là 45 phút và kỳ vọng của anh ấy về thời gian lái xe là 40 phút, thì sai số dự báo là 5 phút.

   Giả sử rằng trung bình sai số dự báo của Joe không bằng 0; thay vào đó, nó tương đương với 5 phút, đây là sự vi phạm nguyên tắc của kỳ vọng hợp lý. Bây giờ thì có thể dự đoán trước sai số dự báo vì Joe sẽ sớm nhận thấy rằng trung bình anh ấy đi làm muộn 5 phút và có thể cải thiện dự báo của mình bằng cách tăng nó lên 5 phút. Theo lý thuyết kỳ vọng hợp lý, đây chính xác là những gì Joe sẽ làm vì anh ấy luôn muốn dự báo của mình là dự đoán tốt nhất có thể. Khi Joe đã sửa đổi dự báo của mình sớm lên 5 phút, sai số dự báo sẽ bằng 0, vì vậy không thể dự đoán trước. Lý thuyết kỳ vọng hợp lý ngụ ý rằng không thể biết trước sai số dự báo của kỳ vọng.

Động lực để làm kỳ vọng trùng khớp với dự báo tối ưu đặc biệt mạnh mẽ trên thị trường tài chính. Ở những thị trường này, những người có dự báo tốt hơn về tương lai sẽ trở nên giàu có. Do đó, việc áp dụng lý thuyết kỳ vọng hợp lý vào thị trường tài chính (được gọi là **giả thuyết thị trường hiệu quả** hoặc **lý thuyết thị trường vốn hiệu quả**) là đặc biệt hữu ích.

GIẢ THUYẾT THỊ TRƯỜNG HIỆU QUẢ: KỲ VỌNG HỢP LÝ TRÊN THỊ TRƯỜNG TÀI CHÍNH

Trong khi các nhà kinh tế học tiền tệ phát triển lý thuyết về kỳ vọng hợp lý, các nhà kinh tế học tài chính phát triển một lý thuyết song song về sự hình thành kỳ vọng trên thị trường tài chính. Lý thuyết này dẫn họ đến kết luận giống với kết luận của lý thuyết kỳ vọng hợp lý: Kỳ vọng trên thị trường tài chính ngang bằng với dự báo tối ưu khi sử dụng tất cả các thông tin có sẵn.[4] Mặc dù các nhà kinh tế học tài chính, chẳng hạn như Eugene Fama, sau này được trao giải Nobel kinh tế, đã đặt cho lý thuyết của họ một cái tên khác là *giả thuyết thị trường hiệu quả*, trên thực tế lý thuyết của họ chỉ là một ứng dụng của kỳ vọng hợp lý vào việc định giá cổ phiếu và các chứng khoán khác.

Giả thuyết thị trường hiệu quả dựa trên giả định rằng giá chứng khoán trên thị trường tài chính phản ánh đầy đủ tất cả các thông tin sẵn có. Hãy nhớ lại từ Chương 4 rằng lợi suất từ việc nắm giữ một chứng khoán bằng tổng số lãi vốn thu được từ chứng khoán (sự thay đổi giá), cộng với bất kỳ khoản thanh toán tiền mặt nào, chia cho giá mua ban đầu của chứng khoán:

$$R = \frac{P_{t+1} - P_t + C}{P_t} \tag{7}$$

trong đó
- R = lợi suất của chứng khoán được giữ từ thời điểm t đến thời điểm $t + 1$ (giả sử, cuối năm 2018 đến cuối năm 2019)
- P_{t+1} = giá của chứng khoán tại thời điểm $t + 1$, cuối thời hạn nắm giữ
- P_t = giá của chứng khoán tại thời điểm t, đầu thời kỳ nắm giữ
- C = thanh toán tiền mặt (thanh toán phiếu giảm giá hoặc cổ tức) được thực hiện trong khoảng thời gian t đến $t + 1$

Hãy nhìn vào kỳ vọng của lợi suất này tại thời điểm t, đầu thời kỳ nắm giữ. Bởi vì giá hiện tại P_t và khoản thanh toán bằng tiền mặt C đã được biết ngay từ đầu, biến số duy nhất trong định nghĩa về lợi nhuận còn chưa chắc chắn là giá của kỳ tiếp theo, P_{t+1}.[5] Ký hiệu kỳ vọng về giá của chứng khoán vào cuối thời gian nắm giữ là P^e_{t+1}, lợi suất kỳ vọng R^e là

$$R^e = \frac{P^e_{t+1} - P_t + C}{P_t}$$

Giả thuyết thị trường hiệu quả coi những kỳ vọng về giá trong tương lai ngang bằng với dự báo tối ưu sử dụng tất cả thông tin hiện có. Nói cách khác, kỳ vọng của thị trường về giá chứng khoán trong tương lai là hợp lý, do đó

$$P^e_{t+1} = P^{of}_{t+1}$$

do đó, ngụ ý rằng lợi suất kỳ vọng trên chứng khoán sẽ bằng với dự báo tối ưu về lợi suất:

$$R^e = R^{of} \tag{8}$$

Tuy nhiên, chúng ta không thể quan sát R^e hoặc P^e_{t+1}, vì vậy phương trình kỳ vọng hợp lý tự nó không cho chúng ta biết nhiều về cách thị trường tài chính hoạt động. Tuy nhiên,

[4]Sự phát triển của giả thuyết thị trường hiệu quả không hoàn toàn độc lập với sự phát triển của lý thuyết kỳ vọng hợp lý, các nhà kinh tế tài chính đã biết về công trình của Muth.

[5]Có những trường hợp có thể không xác định được C vào đầu kỳ, nhưng điều đó không tạo ra sự khác biệt đáng kể cho kết quả phân tích. Trong trường hợp đó, chúng ta giả định rằng không chỉ kỳ vọng về giá mà cả kỳ vọng C đều là dự báo tối ưu sử dụng tất cả thông tin có sẵn.

nếu chúng ta có thể đưa ra một số cách để đo lường giá trị của R^e, thì những phương trình này sẽ có hàm ý quan trọng về cách giá chứng khoán thay đổi trên thị trường tài chính.

Phân tích cung cầu của thị trường trái phiếu trong Chương 5 cho chúng ta thấy rằng lợi suất kỳ vọng của một chứng khoán (lãi suất, trong trường hợp trái phiếu chiết khấu một năm) sẽ có xu hướng hướng tới lợi suất cân bằng làm lượng cầu bằng lượng cung. Phân tích cung cầu cho phép chúng ta xác định lợi suất kỳ vọng trên một chứng khoán với điều kiện cân bằng sau:

Lợi suất kỳ vọng đối với một chứng khoán R^e bằng lợi suất cân bằng R^*, làm lượng cầu chứng khoán cân bằng với lượng cung; đó là,

$$R^e = R^* \tag{9}$$

Lĩnh vực học thuật tài chính khám phá các yếu tố ảnh hưởng đến lợi suất cân bằng của chứng khoán (ví dụ: rủi ro và tính thanh khoản). Đối với chúng ta, chỉ cần biết rằng chúng ta có thể xác định lợi suất cân bằng và do đó xác định lợi suất kỳ vọng với điều kiện cân bằng.

Chúng ta có một phương trình mô tả hành vi định giá trong một thị trường hiệu quả bằng cách sử dụng điều kiện cân bằng để thay thế R^e bằng R^* trong phương trình kỳ vọng hợp lý (Phương trình 8). Bằng cách này, chúng ta có được

$$R^{of} = R^* \tag{10}$$

Phương trình này cho chúng ta biết rằng ***giá hiện tại trên thị trường tài chính sẽ được xác lập sao cho dự báo tối ưu về lợi suất của một chứng khoán sử dụng tất cả thông tin sẵn có bằng với lợi suất cân bằng của chứng khoán.*** Các nhà kinh tế tài chính nói đơn giản hơn: Trong một thị trường hiệu quả, giá của chứng khoán phản ánh đầy đủ tất cả các thông tin có sẵn.

Cơ sở của giả thuyết

Để đánh giá ý nghĩa của giả thuyết thị trường hiệu quả, chúng ta sử dụng khái niệm **arbitrage**, trong đó các thành viên thị trường (*các nhà kinh doanh arbitrage*) loại bỏ **các cơ hội sinh lợi chưa được khai thác**, nghĩa là lợi suất của một chứng khoán lớn hơn mức sinh lợi chuẩn dựa trên các đặc điểm của chứng khoán đó. Kinh doanh arbitrage có hai loại: *arbitrage thuần túy*, loại bỏ các cơ hội lợi nhuận chưa được khai thác không kèm theo rủi ro và loại kinh doanh arbitrage mà chúng ta thảo luận ở đây, nhà kinh doanh arbitrage phải chịu một số rủi ro khi loại bỏ các cơ hội lợi nhuận chưa được khai thác. Để xem cách kinh doanh arbitrage dẫn đến giả thuyết thị trường hiệu quả như thế nào, hãy xem xét một ví dụ. Giả sử lợi suất bình thường của cổ phiếu phổ thông ExxonMobil là 10%/năm và giá hiện tại P_t thấp hơn dự báo tối ưu về giá ngày mai P^{of}_{t+1}, với dự báo tối ưu về tỷ suất sinh lợi hàng năm là 50%, lớn hơn mức lợi suất cân bằng là 10%. Có thể dự đoán rằng nhìn chung lợi nhuận của ExxonMobil sẽ cao bất thường, do đó, có một cơ hội lợi nhuận chưa được khai thác. Khi biết rằng nhìn chung, bạn có thể kiếm được một lợi suất cao bất thường trên cổ phiếu ExxonMobil (vì $R^{of} > R^*$), bạn sẽ mua nhiều hơn, việc này đẩy giá chứng khoán hiện nay P_t lên cao một cách tương đối so với giá trong tương lai dự kiến của nó P^{of}_{t+1}, do đó hạ thấp R^{of}. Khi mức giá hiện tại đã tăng lên đủ để R^{of} bằng R^* và điều kiện thị trường hiệu quả (phương trình 10) được thỏa mãn, việc mua cổ phiếu ExxonMobil sẽ dừng lại, và cơ hội lợi nhuận chưa được khai thác sẽ biến mất.

Tương tự, một chứng khoán có dự báo lợi nhuận tối ưu là - 5% và lợi suất cân bằng là 10% ($R^{of} < R^*$) sẽ là một khoản đầu tư kém vì chứng khoán này kiếm được ít hơn lợi suất cân bằng. Trong một trường hợp như vậy, bạn sẽ bán nó và làm cho giá hiện nay giảm tương đối so với giá dự kiến trong tương lai cho đến khi R^{of} tăng lên bằng với R^* và điều kiện thị trường hiệu quả đã được một lần nữa thỏa mãn. Thảo luận của chúng ta có thể được tóm tắt như sau:

$$R^{of} > R^* \rightarrow P_t \uparrow \rightarrow R^{of} \downarrow$$

$$R^{of} < R^* \rightarrow P_t \downarrow \rightarrow R^{of} \uparrow$$

cho đến khi

$$R^{of} = R^*$$

Một cách khác để phát biểu điều kiện thị trường hiệu quả là: ***Trong một thị trường hiệu quả, tất cả các cơ hội sinh lợi chưa được khai thác sẽ bị loại bỏ.***

Một yếu tố cực kỳ quan trọng trong lý luận này là để ***giá chứng khoán được điều chỉnh theo đúng điều kiện thị trường hiệu quả, không cần tất cả mọi người trong thị trường tài chính đều phải được thông báo đầy đủ hoặc có kỳ vọng hợp lý.*** Thị trường tài chính được cấu trúc để nhiều người cùng chơi. Chỉ cần có một số ít người (thường được gọi là "*smart money*"*) để mắt đến những cơ hội sinh lợi chưa được khai thác, họ sẽ loại bỏ những cơ hội sinh lợi xuất hiện, nhằm kiếm lợi nhuận. Giả thuyết thị trường hiệu quả có giá trị vì nó không yêu cầu tất cả mọi người trong thị trường phải nhận thức được những gì đang xảy ra với mọi chứng khoán.

* *Smart money* có nguồn gốc từ hoạt động cờ bạc, dùng để chỉ những người thường xuyên thắng bạc. Thuật ngữ này thường dùng để chỉ những khoản vốn được đầu tư bởi những người chuyên nghiệp nhất trong lĩnh vực nào đó

Biến động ngẫu nhiên của giá cổ phiếu

Thuật ngữ **biến động ngẫu nhiên**** mô tả các chuyển động của một biến số mà giá trị trong tương lai không thể dự đoán được (là ngẫu nhiên) bởi vì, với giá trị ngày hôm nay cho trước, khả năng giảm và tăng giá trị của biến là như nhau. Một hàm ý quan trọng của giả thuyết thị trường hiệu quả là giá cổ phiếu phải biến động ngẫu nhiên; nghĩa là, ***trong thực tế những thay đổi trong tương lai về giá cổ phiếu là không thể đoán trước được.*** Hàm ý biến động ngẫu nhiên của giả thuyết thị trường hiệu quả thường được đề cập đến trên báo chí vì nó dễ hiểu nhất đối với công chúng. Trên thực tế, khi mọi người đề cập đến "lý thuyết biến động ngẫu nhiên của giá cổ phiếu", thực ra họ đang đề cập đến giả thuyết thị trường hiệu quả.

** *Biến động ngẫu nhiên (random-walk)*, lần đầu sử dụng năm 1905 bởi Karl Pearson, với kịch bản là một con muỗi trong một đơn vị thời gian sẽ bay được khoảng cách cố định nhưng về một phương hướng bất kỳ. Câu hỏi đặt ra là sau *n* kỳ thì nó sẽ bay tới đâu?

Chúng ta sẽ minh họa về biến động ngẫu nhiên thông qua một ví dụ. Giả sử mọi người có thể dự đoán rằng giá cổ phiếu của Happy Feet Corporation (HFC) sẽ tăng 1% trong tuần tới. Dự báo về tỷ lệ lãi vốn và lợi suất của cổ phiếu HFC sau đó sẽ cao hơn 50%/năm. Vì rất có khả năng mức sinh lợi này cao hơn nhiều so với lợi suất cân bằng của cổ phiếu HFC ($R^{of} > R^*$), nên theo giả thuyết thị trường hiệu quả, mọi người sẽ ngay lập tức mua cổ phiếu này và làm tăng giá của nó. Hành động mua này sẽ chỉ dừng lại khi thay đổi có thể dự đoán trong giá giảm xuống gần bằng không, do đó $R^{of} = R^*$.

Tương tự như vậy, nếu mọi người dự đoán rằng giá của cổ phiếu HFC sẽ giảm 1%, lợi suất dự báo sẽ là âm ($R^{of} < R^*$), và mọi người ngay lập tức sẽ bán cổ phiếu. Giá hiện tại sẽ giảm cho đến khi sự thay đổi có thể dự đoán trong giá tăng trở lại gần mức 0, tại đó điều kiện thị trường hiệu quả sẽ lại được duy trì. Giả thuyết thị trường hiệu quả cho rằng sự

Toàn cầu Tỷ giá hối đoái có tuân theo biến động ngẫu nhiên?

Mặc dù giả thuyết thị trường hiệu quả thường được áp dụng cho thị trường cổ phiếu, nó cũng có thể được sử dụng để chỉ ra rằng tỷ giá hối đoái, giống như giá cổ phiếu, nói chung tuân theo biến động ngẫu nhiên. Để xem tại sao lại như vậy, hãy xem xét điều gì sẽ xảy ra nếu các nhà đầu tư dự đoán được rằng một đồng tiền sẽ tăng giá 1% trong tuần tới. Bằng cách mua đồng tiền này, họ có thể kiếm được lợi suất lớn hơn 50%/năm, có khả năng cao hơn nhiều so với lợi suất cân bằng khi nắm giữ một đồng tiền. Kết quả là, các nhà đầu tư sẽ ngay lập tức mua đồng tiền đó và làm tăng giá hiện tại của nó, do đó làm giảm lợi suất kỳ vọng. Quá trình sẽ chỉ dừng lại khi sự thay đổi có thể dự đoán được trong tỷ giá hối đoái giảm xuống gần 0 để dự báo tối ưu về lợi suất không còn khác với lợi suất cân bằng. Tương tự như vậy, nếu các nhà đầu tư có thể dự đoán rằng đồng tiền sẽ giảm giá 1% trong tuần tới, họ sẽ bán nó cho đến khi sự thay đổi có thể dự đoán được trong tỷ giá hối đoái gần bằng không. Do đó, giả thuyết thị trường hiệu quả ngụ ý rằng trong thực tế những thay đổi trong tương lai của tỷ giá hối đoái là không thể đoán trước được; nói cách khác, tỷ giá hối đoái tuân theo biến động ngẫu nhiên. Dữ liệu thu được cũng đã chứng minh hành vi ngẫu nhiên của tỷ giá hối đoái.

thay đổi có thể dự đoán của giá cổ phiếu sẽ gần bằng 0, dẫn đến kết luận rằng giá cổ phiếu nói chung sẽ biến động ngẫu nhiên.[6] Như Hộp Toàn cầu "Tỷ giá hối đoái có tuân theo biến động ngẫu nhiên?" cho thấy, giả thuyết thị trường hiệu quả chỉ ra rằng tỷ giá hối đoái cũng tuân theo biến động ngẫu nhiên.

ỨNG DỤNG Hướng dẫn thực hành đầu tư vào thị trường cổ phiếu

Giả thuyết thị trường hiệu quả có rất nhiều ứng dụng trong thế giới thực.[7] Nó đặc biệt có giá trị vì có thể được áp dụng trực tiếp vào một vấn đề mà nhiều người trong chúng ta quan tâm: làm thế nào để trở nên giàu có (hoặc ít nhất là không bị nghèo đi) bằng cách đầu tư vào thị trường cổ phiếu. Hướng dẫn thực hành đầu tư vào thị trường cổ phiếu ở phần dưới sẽ cung cấp hiểu biết tốt hơn về việc sử dụng và hàm ý của giả thuyết thị trường hiệu quả.

Các báo cáo do cố vấn đầu tư công bố có giá trị tới đâu?

Giả sử bạn vừa đọc trong chuyên mục "Heard on the Street" của *Wall Street Journal* rằng các cố vấn đầu tư đang dự đoán về sự bùng nổ của cổ phiếu dầu mỏ vì tình trạng thiếu hụt dầu đang xảy ra. Bạn có nên rút toàn bộ số tiền tiết kiệm quý giá từ ngân hàng và đầu tư vào cổ phiếu dầu mỏ không?

[6]Lưu ý rằng hành vi biến động ngẫu nhiên của giá cổ phiếu chỉ là một ước tính gần đúng xuất phát từ giả thuyết thị trường hiệu quả. Hành vi biến động ngẫu nhiên sẽ chỉ chính xác đối với một cổ phiếu mà giá không thay đổi dẫn đến lợi suất cân bằng của nó. Khi đó, sự thay đổi có thể dự đoán của giá cổ phiếu là chính xác bằng không, $R^{of} = R^*$.

[7]Bằng chứng thực tiễn về giả thuyết thị trường hiệu quả được thảo luận trong phần phụ lục của chương này, có thể tìm thấy tại www.pearson.com/mylab/economics.

Giả thuyết thị trường hiệu quả cho chúng ta biết rằng khi mua một chứng khoán, chúng ta không thể mong đợi thu được lợi suất cao bất thường, hoặc lợi suất lớn hơn mức cân bằng. Thông tin trên báo chí và trong các báo cáo đã công bố bởi các cố vấn đầu tư đã được phản ánh trong giá thị trường vì có rất nhiều người có thể tiếp cận được với các thông tin đó. Vì vậy, nhìn chung hành động dựa trên thông tin này sẽ không thể mang lại lợi suất cao bất thường. Đa phần các bằng chứng thực tiễn khẳng định rằng các khuyến nghị từ các nhà tư vấn đầu tư không thể giúp chúng ta có lợi suất cao hơn so với mức chung của thị trường. Như hộp Đọc thêm gợi ý, các cố vấn đầu tư ở San Francisco, về trung bình, thậm chí không thắng nổi một con đười ươi!

Có lẽ khi lần đầu tiên biết tới nó, không có kết luận nào bị nhiều sinh viên nghi ngờ hơn kết luận này. Tất cả chúng ta đều biết hoặc đã nghe nói về một người nào đó đã thành công trên thị trường cổ phiếu trong nhiều năm. Chúng ta tự hỏi, "Làm thế nào một người nào đó có thể thành công liên tục như vậy nếu họ không thực sự biết cách dự đoán khi nào lợi nhuận sẽ cao bất thường?" Câu chuyện sau đây minh họa tại sao bằng chứng mang tính giai thoại như vậy là không đáng tin cậy.

Một nghệ sĩ trong lĩnh vực làm giàu nhanh chóng đã phát minh ra một trò lừa đảo thông minh. Mỗi tuần, anh ta viết hai lá thư. Trong thư A, anh ta sẽ dự báo đội A thắng một trận bóng đá; trong thư B, anh ta sẽ chọn đối thủ, đội B. Sau đó anh ta sẽ tách một danh sách gửi thư thành hai nhóm, và anh ta sẽ gửi thư A cho những người trong một nhóm và thư B cho những người trong nhóm kia. Tuần sau anh ta sẽ làm điều tương tự, nhưng lần này anh ta sẽ chỉ gửi những lá thư này cho nhóm đã nhận được những lá thư đầu tiên chứa dự đoán đúng. Sau khi làm điều này trong mười trò chơi, anh ta có một nhóm nhỏ những người đã nhận được các lá thư dự đoán đội chiến thắng chính xác cho mỗi trò chơi. Sau đó, anh ta gửi một lá thư cuối cùng cho nhóm này, tuyên bố rằng vì anh ta rõ ràng là một chuyên gia dự đoán kết quả của các trận đấu bóng đá (anh ta đã chọn đội chiến thắng mười tuần liên tiếp), và vì những dự đoán của anh ta có lợi cho những người nhận đặt cược trong trò chơi, anh ta sẽ tiếp tục gửi dự đoán của mình chỉ khi anh ta được trả một số tiền đáng kể. Khi một trong những khách hàng của anh ta biết được anh ta định làm gì, kẻ lừa đảo đã bị truy tố và tống vào tù!

Bài học của câu chuyện là gì? Ngay cả khi không có nhà dự báo nào luôn có thể dự đoán chính xác thị trường, thì sẽ luôn có một số người có vẻ là người luôn chiến thắng. Việc một người đã thường xuyên làm tốt trong quá khứ không thể đảm bảo rằng người đó sẽ vẫn làm tốt trong tương lai. Lưu ý rằng cũng sẽ có một nhóm người thua cuộc trường kỳ, nhưng bạn hiếm khi nghe về họ vì không ai khoe khoang về thành tích kém cỏi của mình*.

* Thực ra với người thất bại, chỉ cần một lần sai lầm đã là đủ chứ không cần phải thua cuộc triền miên. Thị trường luôn tồn tại rất nhiều người thất bại nhưng vấn đề là báo chí không bao giờ đưa tin về họ.

Bạn có nên hoài nghi những mách nước hấp dẫn?

Giả sử nhà môi giới của bạn gọi cho bạn và "phím" cho bạn mua cổ phiếu của Happy Feet Corporation (HFC) vì công ty này vừa phát triển một sản phẩm cực kỳ hiệu quả trong việc chữa bệnh nấm da chân. Giá cổ phiếu chắc chắn sẽ tăng. Bạn có nên làm theo lời khuyên này và mua cổ phiếu HFC không?

Giả thuyết thị trường hiệu quả chỉ ra rằng bạn nên nghi ngờ những tin tức như vậy. Nếu thị trường cổ phiếu hoạt động hiệu quả, cổ phiếu HFC chắc chắn đã được định giá sao cho lợi suất kỳ vọng của nó bằng với lợi suất cân bằng. Lời mách nước này không có giá trị đặc biệt và sẽ không giúp bạn kiếm được lợi nhuận cao bất thường.

Tuy nhiên, bạn có thể tự hỏi, liệu mách nước này có dựa trên thông tin mới và sẽ mang lại cho bạn lợi thế so với phần còn lại của thị trường hay không. Nếu những người tham gia thị trường khác đã nhận được thông tin này trước bạn, câu trả lời một lần nữa là không. Ngay khi thông tin xuất hiện công khai, cơ hội sinh lợi chưa được khai thác mà nó

Đọc thêm **Bạn có nên thuê một con vượn làm cố vấn đầu tư của mình không?**

Tờ *San Francisco Chronicle* đã dùng một cách thú vị để đánh giá mức độ thành công của các cố vấn đầu tư trong chọn cổ phiếu. Họ yêu cầu tám nhà phân tích chọn ra năm cổ phiếu vào đầu năm và sau đó so sánh kết quả đầu tư từ các cổ phiếu họ đã chọn với những lựa chọn của Jolyn, một con đười ươi sống tại Marine World / Africa USA ở Vallejo, California. Kết quả là Jolyn và các cố vấn đầu tư có tỷ lệ thắng bại tương đương với nhau. Với kết quả này, bạn hoàn toàn có thể thuê một con đười ươi làm cố vấn đầu tư cho mình!

tạo ra sẽ nhanh chóng bị loại bỏ. Giá của cổ phiếu sẽ phản ánh thông tin và bạn chỉ nên kỳ vọng lợi suất cân bằng. Nhưng nếu bạn là một trong những người đầu tiên nhận được thông tin mới, nó có thể sẽ giúp bạn. Chỉ khi đó, bạn mới có thể là một trong những người may mắn có thể kiếm được lợi nhuận cao bất thường khi tham gia loại bỏ cơ hội kiếm lời bằng cách mua cổ phiếu HFC.

Giá cổ phiếu có luôn tăng khi có tin tốt không?

Nếu theo dõi thị trường cổ phiếu, bạn có thể nhận thấy một hiện tượng khó hiểu: Khi tin tốt về một công ty, chẳng hạn như báo cáo thu nhập đặc biệt tốt, được công bố, giá cổ phiếu của công ty thường không tăng. Giả thuyết thị trường hiệu quả giải thích hiện tượng này.

Bởi vì sự thay đổi của giá cổ phiếu là không thể đoán trước được, khi thông tin được công bố đã được thị trường kỳ vọng thì giá cổ phiếu sẽ không thay đổi. Thông báo đó không chứa bất kỳ thông tin mới nào có thể dẫn đến thay đổi giá cổ phiếu. Nếu thông báo đó dẫn đến sự thay đổi giá cổ phiếu, thì điều đó có nghĩa là sự thay đổi đó có thể dự đoán được. Bởi vì kịch bản như vậy được loại trừ trong một thị trường hiệu quả, ***giá cổ phiếu sẽ chỉ phản ứng với các thông báo khi thông tin được công bố là mới và bất ngờ.*** Nếu tin tức đã được kỳ vọng, sẽ không xảy ra phản ứng trong giá cổ phiếu. Đây chính là những gì đã được tìm ra từ bằng chứng thực tiễn: Giá cổ phiếu thực sự đã phản ánh các thông tin công khai.

Đôi khi giá của một cổ phiếu giảm khi có tin tốt. Mặc dù điều này có vẻ hơi kỳ lạ, nhưng nó hoàn toàn phù hợp với hoạt động của một thị trường hiệu quả. Giả sử rằng mặc dù tin tức được công bố là tốt, nhưng nó không tốt như mong đợi. Thu nhập của HFC có thể đã tăng 15%, nhưng nếu thị trường kỳ vọng lợi nhuận tăng 20%, thông tin mới thực sự không thuận lợi và giá cổ phiếu giảm.

Khuyến nghị thị trường hiệu quả cho nhà đầu tư

Giả thuyết thị trường hiệu quả khuyến nghị điều gì cho đầu tư vào thị trường cổ phiếu? Nó cho chúng ta biết rằng các mách nước và các khuyến nghị đã công bố của cố vấn đầu tư — tất cả đều sử dụng thông tin công khai—không thể giúp nhà đầu tư vượt trội hơn thị trường. Nó chỉ ra rằng người nào không có thông tin tốt hơn những người chơi khác trên thị trường không thể mong đợi đánh bại thị trường. Vậy nhà đầu tư phải làm gì?

Giả thuyết thị trường hiệu quả dẫn đến kết luận rằng một nhà đầu tư như vậy (và hầu như tất cả chúng ta đều như vậy) không nên cố gắng liên tục mua và bán chứng khoán dựa trên phán đoán. Ngoài việc tăng thu nhập của các nhà môi giới, những người kiếm được hoa hồng trên mỗi giao dịch, quá trình này không có tác dụng gì khác.[8] Thay vào đó, nhà đầu tư nên theo đuổi chiến lược "mua và giữ" - mua cổ phiếu và giữ chúng trong thời gian dài. Điều này sẽ dẫn đến lợi nhuận trung bình như nhau, nhưng lợi nhuận ròng của nhà đầu tư sẽ cao hơn vì sẽ phải trả ít hoa hồng môi giới hơn.

Với một nhà đầu tư nhỏ, chi phí quản lý danh mục đầu tư có thể cao, lựa chọn hợp lý là tham gia vào một quỹ tương hỗ chứ không nên mua cổ phiếu riêng lẻ. Bởi vì giả thuyết thị trường hiệu quả chỉ ra rằng không có quỹ tương hỗ nào có thể liên tục thắng thị trường, nhà đầu tư không nên mua cổ phiếu các quỹ có phí quản lý cao hoặc thu hoa hồng bán hàng cho các nhà môi giới, mà nên mua một quỹ tương hỗ không tải (không thu hoa hồng) có phí quản lý thấp.

Các bằng chứng thực tiễn chỉ ra rằng việc làm tốt hơn các khuyến nghị được đề xuất ở trên là cực kỳ khó khăn, mặc dù một số bất thường (được thảo luận trong phụ lục có tại www.pearson.com/mylab/economics) đối với giả thuyết thị trường hiệu quả cho thấy rằng một nhà đầu tư cực kỳ thông minh (giả định đó loại bỏ hầu hết chúng ta) có thể thắng chiến lược mua và giữ. ♦

TẠI SAO GIẢ THUYẾT THỊ TRƯỜNG HIỆU QUẢ KHÔNG NGỤ Ý RẰNG THỊ TRƯỜNG TÀI CHÍNH LÀ HIỆU QUẢ

Nhiều nhà kinh tế tài chính đưa giả thuyết thị trường hiệu quả tiến thêm một bước nữa trong phân tích về thị trường tài chính. Không chỉ tin rằng các kỳ vọng trên thị trường tài chính là hợp lý - tức là ngang bằng với các dự báo tối ưu sử dụng tất cả các thông tin có sẵn - họ còn thêm điều kiện rằng giá trên thị trường tài chính phản ánh đúng giá trị cơ bản (nội tại) của chứng khoán. Nói cách khác, tất cả các mức giá luôn đúng và phản ánh **các nền tảng cơ bản của thị trường** (là các yếu tố có ảnh hưởng trực tiếp đến dòng thu nhập tương lai của chứng khoán), và do đó thị trường tài chính hoạt động hiệu quả.

Quan điểm mạnh mẽ hơn về tính hiệu quả của thị trường này có một số hàm ý quan trọng trong lĩnh vực tài chính học thuật. Đầu tiên, nó ngụ ý rằng trong một thị trường vốn hiệu quả, bất kỳ một khoản đầu tư nào cũng tốt như nhau vì giá chứng khoán là chính xác. Thứ hai, nó cho rằng giá của chứng khoán phản ánh tất cả thông tin có sẵn về giá trị nội tại của chứng khoán. Thứ ba, nó cho rằng giá chứng khoán có thể được sử dụng bởi các nhà quản lý của cả các công ty tài chính và phi tài chính để đánh giá chi phí vốn (chi phí tài trợ cho các khoản đầu tư của họ) một cách chính xác và do đó, giá chứng khoán có thể được sử dụng để giúp các nhà quản lý đưa ra quyết định chính xác về việc thực hiện một khoản đầu tư cụ thể. Phiên bản thị trường hiệu quả mạnh hơn này là nguyên lý cơ bản của nhiều phân tích trong lĩnh vực tài chính.

Tuy nhiên, có thể giả thuyết thị trường hiệu quả bị đặt sai tên. Nó không đưa ra quan điểm mạnh hơn về tính hiệu quả của thị trường, mà chỉ là giá cả trên các thị trường như thị trường cổ phiếu là không thể đoán trước. Như ứng dụng sau đây cho thấy, sự tồn tại của các vụ sụp đổ và **bong bóng**, trong đó giá tài sản tăng cao hơn giá trị cơ bản của chúng, gây ra sự nghi ngờ lớn về quan điểm rằng thị trường tài chính là hiệu quả. Tuy nhiên, không hẳn sự sụp đổ và bong bóng thị trường đã là bằng chứng chống lại các nguyên lý cơ bản của giả thuyết thị trường hiệu quả.

[8]Nhà đầu tư cũng có thể phải nộp cho Uncle Sam (chỉ nước Mỹ) tiền thuế lãi vốn trên bất kỳ khoản lợi nhuận nào thu được khi một chứng khoán được bán – thêm một lý do khiến việc mua và bán liên tục không có ý nghĩa.

ỨNG DỤNG Những vụ sụp đổ của Thị trường cổ phiếu cho chúng ta biết gì về Giả thuyết Thị trường Hiệu quả và Tính hiệu quả của thị trường tài chính?

Vào ngày 19 tháng 10 năm 1987, được gọi là "Thứ Hai Đen tối", chỉ số Công nghiệp Dow Jones đã giảm hơn 20%, mức giảm trong một ngày lớn nhất trong lịch sử Hoa Kỳ. Sự sụp đổ của giá cổ phiếu của các công ty công nghệ cao từ mức đỉnh vào tháng 3 năm 2000 đã khiến chỉ số NASDAQ giảm từ khoảng 5.000 điểm vào tháng 3 năm 2000 xuống còn khoảng 1.500 trong năm 2001 và 2002, giảm hơn 60%. Những sự sụp đổ thị trường cổ phiếu này khiến nhiều nhà kinh tế đặt câu hỏi về tính hợp lý của giả thuyết thị trường hiệu quả. Họ không tin rằng một thị trường hợp lý có thể tạo ra một sự biến động lớn như vậy về giá cổ phiếu. Những sự sụp đổ này có thể khiến chúng ta nghi ngờ tính hợp lệ của giả thuyết thị trường hiệu quả tới mức độ nào?

Trong lý thuyết thị trường hiệu quả không có điểm nào loại trừ những thay đổi lớn về giá cổ phiếu. Một sự thay đổi lớn về giá cổ phiếu có thể là kết quả của thông tin mới làm giảm mạnh các dự báo tối ưu về định giá tương lai của các công ty. Tuy nhiên, các nhà kinh tế rất khó tìm ra những thay đổi cơ bản trong nền kinh tế có thể gây ra Thứ Hai Đen tối và sự sụp đổ của cổ phiếu công nghệ. Một bài học từ những sự cố này là ngoài các nguyên tắc cơ bản của thị trường, các yếu tố khác cũng có thể ảnh hưởng đến giá tài sản. Như chúng ta sẽ khám phá trong Chương 8 và 12, có những lý do chính đáng để tin rằng có những cản trở đối với hoạt động bình thường của thị trường tài chính. Do đó, những vụ sụp đổ này đã thuyết phục nhiều nhà kinh tế rằng phiên bản mạnh hơn của tính hiệu quả thị trường, trong đó nói rằng giá tài sản phản ánh giá trị cơ bản thực sự (nội tại) của chứng khoán, là không chính xác. Các nhà kinh tế này cho rằng vai trò lớn trong việc xác định giá cổ phiếu và các tài sản khác thuộc về tâm lý thị trường và cấu trúc thể chế của thị trường. Tuy nhiên, theo quan điểm này không có gì mâu thuẫn với lý do cơ bản đằng sau những kỳ vọng hợp lý hoặc giả thuyết thị trường hiệu quả - rằng những người tham gia thị trường loại bỏ các cơ hội lợi nhuận chưa được khai thác. Mặc dù giá thị trường cổ phiếu có thể không phải lúc nào cũng phản ánh các nguyên tắc cơ bản của thị trường, miễn là các vụ sụp đổ thị trường là không thể đoán trước, thì tiền đề cơ bản của lý thuyết thị trường hiệu quả vẫn giữ nguyên.

Tuy nhiên, các nhà kinh tế khác cho rằng sự sụp đổ và bong bóng thị trường cho thấy có thể tồn tại các cơ hội lợi nhuận chưa được khai thác và giả thuyết thị trường hiệu quả có thể bị sai sót về căn bản. Cuộc tranh cãi về giả thuyết thị trường hiệu quả vẫn tiếp tục. ◆

TÀI CHÍNH HÀNH VI

Những nghi ngờ về tính hiệu quả của thị trường tài chính, gây ra bởi sự sụp đổ của thị trường cổ phiếu năm 1987, đã khiến các nhà kinh tế như Robert Shiller, người từng đoạt giải Nobel, phát triển một lĩnh vực nghiên cứu mới gọi là **tài chính hành vi**. Nó áp dụng các khái niệm từ các ngành khoa học xã hội khác, chẳng hạn như nhân học, xã hội học và đặc biệt là tâm lý học, để giải thích hành vi của giá chứng khoán.[9]

[9]Những phân tích về lĩnh vực này có thể tìm trong Hersh Shefrin, Beyond Greed and Fear: Understanding of Behavioral Finance and the Psychology of Investing (Boston: Harvard Business School Press, 2000); Andrei Shleifer, Inefficient Markets (Oxford, UK: Oxford University Press, 2000); and Robert J. Shiller, "From Efficient Market Theory to Behavioral Finance," Cowles Foundation Discussion Paper No. 1385 (October 2002).

Như chúng ta đã thấy, giả thuyết thị trường hiệu quả giả định rằng các cơ hội sinh lợi chưa được khai thác sẽ bị loại bỏ bởi những thành viên "smart money" trên thị trường. Nhưng liệu những smart money có thể thống trị các nhà đầu tư thông thường để thị trường tài chính hoạt động hiệu quả? Cụ thể, giả thuyết thị trường hiệu quả cho rằng smart money sẽ bán khi giá cổ phiếu tăng một cách bất hợp lý, với kết quả là giá cổ phiếu giảm trở về mức phù hợp với các nguyên tắc cơ bản. Để điều này xảy ra, các nhà đầu tư smart money phải có khả năng **bán khống**; tức là, họ phải mượn cổ phiếu từ các công ty môi giới và sau đó bán nó trên thị trường, với mục đích kiếm lời bằng cách mua lại ("bù khống") cổ phiếu đó sau khi nó đã giảm giá. Tuy nhiên, nghiên cứu của các nhà tâm lý học cho thấy rằng mọi người thường bị tác động bởi hiện tượng ác cảm thua lỗ: Khi bị lỗ, họ thấy mức không hạnh phúc lớn hơn mức họ thấy hạnh phúc khi có lãi. Bán khống có thể dẫn đến thua lỗ vượt xa số tiền đầu tư ban đầu của nhà đầu tư nếu giá cổ phiếu tăng mạnh hơn giá thực hiện bán khống (và lỗ có thể không giới hạn nếu giá cổ phiếu tăng lên đến đỉnh cao).

Do đó, ác cảm thua lỗ có thể giải thích một hiện tượng quan trọng: Rất ít khi bán khống thực sự diễn ra. Việc bán khống cũng có thể bị tác động bởi các quy tắc hạn chế, bởi vì với một người việc kiếm tiền từ sự bất hạnh của người khác dường như không thú vị cho lắm. Việc có quá ít hoạt động bán khống có thể giải thích tại sao giá cổ phiếu đôi khi được định giá quá cao. Do đó, việc thiếu số lượng bán khống có nghĩa là smart money không thể đẩy giá cổ phiếu trở lại giá trị cơ bản của chúng.

Các nhà tâm lý học cũng phát hiện ra rằng mọi người có xu hướng quá tự tin vào những phán đoán của chính mình. Kết quả là, các nhà đầu tư có xu hướng tin rằng họ thông minh hơn các nhà đầu tư khác. Bởi vì các nhà đầu tư sẵn sàng cho rằng thị trường còn nhiều lỗ hổng, họ giao dịch dựa trên niềm tin của họ thay vì dựa trên thực tế thuần túy. Lý thuyết này có thể giải thích tại sao thị trường cổ phiếu có khối lượng giao dịch lớn như vậy - điều mà giả thuyết thị trường hiệu quả không dự đoán được.

Tự tin thái quá và sự lây lan xã hội (xu thế) cung cấp lời giải thích cho bong bóng thị trường cổ phiếu. Khi giá cổ phiếu tăng, các nhà đầu tư cho rằng lợi nhuận của họ là do trí thông minh của họ và làm tăng nhiệt của thị trường cổ phiếu. Sự nhiệt tình truyền miệng này và các báo cáo truyền thông rực rỡ sau đó có thể tạo ra một môi trường với càng nhiều nhà đầu tư nghĩ rằng giá cổ phiếu sẽ tăng trong tương lai. Kết quả là một vòng phản hồi tích cực trong đó giá tiếp tục tăng, tạo ra bong bóng đầu cơ, cuối cùng sẽ sụp đổ khi giá đi quá xa so với các nguyên tắc cơ bản.[10]

Lĩnh vực tài chính hành vi là một lĩnh vực non trẻ, nhưng nó đem lại hy vọng rằng chúng ta có thể giải thích một số đặc điểm về hành vi của thị trường cổ phiếu mà giả thuyết thị trường hiệu quả chưa giải thích được.

[10]Xem Robert J. Shiller, *Irrational Exuberance* (New York: Broadway Books, 2001).

TÓM LƯỢC

1. Cổ phiếu được định giá bằng giá trị hiện tại của cổ tức trong tương lai. Rất tiếc, chúng ta không biết chính xác những khoản cổ tức này sẽ là bao nhiêu. Sự không chắc chắn này dẫn đến rất nhiều sai sót trong quá trình định giá. Mô hình tăng trưởng Gordon là một phương pháp đơn giản để tính toán giá trị cổ phiếu phụ thuộc vào giả định rằng cổ tức đang tăng với tốc độ không đổi mãi mãi. Với sự không chắc chắn của chúng ta về cổ tức trong tương lai, giả định này thường là điều tốt nhất chúng ta có thể làm.

2. Sự tương tác giữa các nhà giao dịch trên thị trường là thứ thực sự thiết lập giá chứng khoán hàng ngày. Nhà giao dịch coi trọng chứng khoán nhất (vì chắc chắn hơn về dòng tiền hoặc vì dòng tiền ước tính lớn hơn) sẽ sẵn sàng trả nhiều nhất. Khi thông tin mới được công bố, các nhà đầu tư sẽ điều chỉnh lại ước tính của họ về giá trị thực của chứng khoán và sẽ mua hoặc bán nó, tùy thuộc vào cách

giá thị trường so sánh với định giá ước tính của họ. Vì những thay đổi nhỏ trong tỷ lệ tăng trưởng ước tính hoặc lợi suất yêu cầu dẫn đến những thay đổi lớn về giá cả, nên không có gì ngạc nhiên khi thị trường thường xuyên biến động.

3. Giả thuyết thị trường hiệu quả cho rằng giá chứng khoán hiện tại sẽ phản ánh đầy đủ tất cả các thông tin sẵn có, bởi vì trong một thị trường hiệu quả, tất cả các cơ hội sinh lợi chưa được khai thác đều bị loại bỏ. Việc loại bỏ các cơ hội lợi nhuận chưa được khai thác để thị trường tài chính hoạt động hiệu quả không đòi hỏi tất cả những người tham gia thị trường phải được thông tin đầy đủ. Giả thuyết thị trường hiệu quả ngụ ý rằng giá cổ phiếu thường tuân theo biến động ngẫu nhiên.

4. Giả thuyết thị trường hiệu quả chỉ ra rằng các mách nước và các khuyến nghị được công bố của các cố vấn đầu tư không thể giúp một nhà đầu tư vượt trội hơn so với thị trường. Khuyến nghị tốt nhất cho các nhà đầu tư là theo đuổi chiến lược mua và giữ - mua cổ phiếu và giữ chúng trong thời gian dài. Thông thường các bằng chứng thực tiễn hỗ trợ những hàm ý này của giả thuyết thị trường hiệu quả trên thị trường cổ phiếu.

5. Sự tồn tại của các vụ sụp đổ và bong bóng thị trường đã thuyết phục nhiều nhà kinh tế rằng phiên bản mạnh mẽ hơn của hiệu quả thị trường, nói rằng giá tài sản phản ánh giá trị cơ bản thực sự (nội tại) của chứng khoán, là không đúng. Tuy nhiên, có ít bằng chứng cho thấy những sự sụp đổ này chứng minh rằng giả thuyết thị trường hiệu quả là sai. Ngay cả khi thị trường cổ phiếu được dẫn dắt bởi các yếu tố khác ngoài nguyên tắc cơ bản, những sự sụp đổ này không chứng minh rõ ràng được những nguyên lý cơ bản của giả thuyết thị trường hiệu quả không hợp lệ, nếu sự sụp đổ là không thể dự đoán được.

6. Lĩnh vực mới tài chính hành vi áp dụng các khái niệm từ các ngành khoa học xã hội khác, chẳng hạn như nhân loại học, xã hội học và tâm lý học, vào sự hiểu biết của chúng ta về hành vi của giá chứng khoán. Sự né lỗ, quá tự tin và lây lan xã hội có thể giải thích tại sao khối lượng giao dịch lại cao như vậy, tại sao giá cổ phiếu lại bị định giá quá cao và tại sao bong bóng đầu cơ xảy ra.

THUẬT NGỮ QUAN TRỌNG

kỳ vọng thích ứng, 147
kinh doanh arbitrage, 151
tài chính hành vi, 157
bong bóng, 156
dòng tiền, 141
cổ tức, 141
giả thuyết thị trường hiệu quả, 149
mô hình cổ tức tổng quát, 143
Mô hình tăng trưởng Gordon, 143
các giá trị cơ bản của thị trường, 155
dự báo tối ưu, 147
biến động ngẫu nhiên, 152
kỳ vọng hợp lý, 147
quyền thụ hưởng còn lại, 141
bán khống, 157
cổ đông, 141
lý thuyết thị trường vốn hiệu quả, 149
cơ hội lợi nhuận chưa được khai thác, 151

CÂU HỎI

Tất cả các câu hỏi đều có trong **MyLab Economics** tại www.pearson.com/mylab/economics.

1. Nguyên tắc cơ bản nào của tài chính có thể được áp dụng để định giá tài sản đầu tư bất kỳ?
2. Hai nguồn dòng tiền chính đối với cổ đông là gì? Có thể ước tính các dòng tiền này một cách đáng tin cậy như thế nào? So sánh bài toán ước lượng dòng tiền cổ phiếu với bài toán ước lượng dòng tiền trái phiếu. Bạn dự đoán giá chứng khoán nào biến động mạnh hơn?
3. Một số nhà kinh tế cho rằng các ngân hàng trung ương nên tìm cách châm nổ bong bóng trên thị trường cổ phiếu trước khi chúng vượt ra khỏi tầm tay và gây ra thiệt hại sau này khi chúng vỡ ra. Chính sách tiền tệ có thể được sử dụng như thế nào để châm nổ bong bóng thị trường? Giải thích bằng cách sử dụng mô hình tăng trưởng Gordon.
4. Nếu chính sách tiền tệ trở nên minh bạch hơn về diễn biến lãi suất trong tương lai, giá cổ phiếu sẽ bị ảnh hưởng như thế nào, nếu có?
5. Giả sử rằng bạn được yêu cầu dự báo giá cổ phiếu trong tương lai của Công ty Cổ phần ABC, vì vậy bạn tiến hành thu thập tất cả các thông tin có sẵn. Vào ngày bạn công bố dự báo của mình, các đối thủ cạnh tranh của ABC Corporation công bố một kế hoạch hoàn toàn mới để hợp nhất và định hình lại cấu trúc của ngành. Dự báo của bạn có còn được coi là tối ưu không?
6. "Bất cứ lúc nào trời đổ tuyết khi anh chàng Joe thức dậy vào buổi sáng, anh ấy đều đoán sai thời gian mình lái xe đến nơi làm việc. Khi trời không có tuyết, kỳ vọng của anh ấy về thời gian lái xe là hoàn toàn chính xác. Vì cứ mười năm trời lại có tuyết rơi một lần nơi Joe sống, nên những kỳ vọng của Joe gần như luôn hoàn toàn chính xác". Những kỳ vọng của Joe có hợp lý không? Tại sao hoặc tại sao không?
7. Giả sử rằng bạn quyết định chơi một trò chơi. Bạn mua cổ phiếu bằng cách ném một con xúc xắc một vài lần, sử dụng phương pháp đó để chọn cổ phiếu cần mua. Sau

mười tháng, bạn tính toán lợi suất đầu tư của mình và lợi nhuận thu được từ một người đã làm theo lời khuyên của "chuyên gia" trong cùng khoảng thời gian. Nếu lợi nhuận của cả hai là như nhau, thì điều này là bằng chứng ủng hộ hay chống lại giả thuyết thị trường hiệu quả?

8. "Nếu giá cổ phiếu không tuân theo biến động ngẫu nhiên, thì sẽ có những cơ hội sinh lợi chưa được khai thác trên thị trường." Tuyên bố này đúng, sai hay không chắc chắn? Giải thích câu trả lời của bạn.
9. Giả sử cung tiền tăng lên dẫn đến giá cổ phiếu tăng. Điều này có nghĩa là khi bạn thấy cung tiền đã tăng mạnh trong tuần qua, bạn nên ra ngoài mua cổ phiếu? Tại sao hoặc tại sao không?
10. Nếu công chúng kỳ vọng một công ty lỗ 5 đô la / cổ phiếu trong quý này và nó thực sự lỗ 4 đô la, đây vẫn là khoản lỗ lớn nhất trong lịch sử của công ty, thì giả thuyết thị trường hiệu quả dự đoán điều gì sẽ xảy ra với giá cổ phiếu khi khoản lỗ 4 đô la được công bố?
11. Nếu bạn đọc trên Wall Street Journal rằng "smart money" ở Wall Street dự kiến giá cổ phiếu sẽ giảm, bạn có nên làm theo và bán tất cả cổ phiếu của mình không?
12. Nếu nhà môi giới của bạn đã đúng trong năm khuyến nghị mua và bán trước đó của cô ấy, bạn có nên tiếp tục lắng nghe lời khuyên của cô ấy không?
13. Một người có kỳ vọng hợp lý có thể kỳ vọng giá cổ phiếu Google sẽ tăng 10% trong tháng tới không?
14. Giả sử rằng trong mỗi tuần cuối cùng của tháng 11, giá cổ phiếu tăng trung bình 3%. Điều này sẽ tạo nên bằng chứng ủng hộ hay chống lại giả thuyết thị trường hiệu quả?
15. "Thị trường hiệu quả là thị trường mà trong đó không ai được lợi từ việc có thông tin tốt hơn những người tham gia thị trường còn lại". Tuyên bố này đúng, sai hay không chắc chắn? Giải thích câu trả lời của bạn.
16. Nếu tăng trưởng tiền cao hơn đi kèm với lạm phát trong tương lai cao hơn, và nếu tăng trưởng tiền được công bố là cực kỳ cao nhưng vẫn thấp hơn thị trường mong đợi, theo bạn điều gì sẽ xảy ra với giá trái phiếu dài hạn?
17. "Tỷ giá hối đoái, giống như giá cổ phiếu, sẽ tuân theo biến động ngẫu nhiên." Tuyên bố này đúng, sai hay không chắc chắn? Giải thích câu trả lời của bạn.
18. Giả sử rằng giả thuyết thị trường hiệu quả là đúng. Marcos gần đây đã được một công ty môi giới thuê và tuyên bố rằng anh ta hiện có quyền truy cập vào thông tin thị trường tốt nhất. Tuy nhiên, anh ấy là "người mới", và không ai ở công ty cho anh ấy biết nhiều về công việc kinh doanh. Bạn đánh giá khách hàng của Marcos sẽ có kết quả tốt hơn hay tệ hơn những khách hàng còn lại của công ty?
19. Giả sử rằng bạn làm công việc dự báo tỷ lệ lạm phát hàng tháng trong tương lai và sáu dự báo gần đây nhất của bạn đã sai lệch âm 1%. Có khả năng là kỳ vọng của bạn là tối ưu không?
20. Vào cuối những năm 1990, khi công nghệ thông tin phát triển nhanh chóng và Internet phát triển rộng rãi, thị trường cổ phiếu Mỹ đã tăng vọt, đạt đỉnh vào đầu năm 2001. Cuối năm đó, những thị trường này bắt đầu suy thoái và sau đó sụp đổ, với nhiều nhà bình luận nhận định rằng vài năm trước đó như một "bong bóng thị trường cổ phiếu." Làm thế nào để tình tiết này có thể là bong bóng nhưng vẫn tuân theo giả thuyết thị trường hiệu quả?
21. Tại sao giả thuyết thị trường hiệu quả lại ít có khả năng được giữ vững khi các yếu tố cơ bản cho thấy giá cổ phiếu nên ở mức thấp hơn?

BÀI TẬP ÁP DỤNG

Tất cả các bài tập áp dụng đều có sẵn trong **MyLab Economics** tại www.pearson.com/mylab/economics.

22. Tính giá của một cổ phiếu trả cổ tức $ 1 mỗi năm và bạn kỳ vọng có thể bán trong một năm với giá $ 20, giả sử bạn yêu cầu lợi suất 15%.
23. Sau khi phân tích kỹ lưỡng, bạn đã xác định rằng cổ tức của một công ty sẽ tăng trung bình ở mức 7% trong tương lai gần. Cổ tức lần trước của công ty là 3 đô la. Tính giá hiện tại của cổ phiếu này, giả sử lợi suất yêu cầu là 18%.
24. Giá hiện tại của một cổ phiếu là $ 65,88. Nếu cổ tức dự kiến là $ 1 mỗi cổ phiếu trong năm năm tới và lợi suất yêu cầu là 10%, thì giá của cổ phiếu sẽ là bao nhiêu trong năm năm khi bạn định bán nó? Nếu cổ tức và lợi suất yêu cầu giữ nguyên, và giá cổ phiếu dự kiến sẽ tăng 1 đô la trong 5 năm kể từ bây giờ, thì giá cổ phiếu hiện tại có tăng thêm 1 đô la không? Tại sao hoặc tại sao không?
25. Một công ty vừa thông báo chia cổ phiếu 3-1, có hiệu lực ngay lập tức. Trước khi chia tách, công ty có giá trị thị trường là 5 tỷ với 100 triệu cổ phiếu đang lưu hành. Giả sử việc chia tách không cung cấp thông tin mới về công ty, giá trị của công ty, số lượng cổ phiếu đang lưu hành và giá mỗi cổ phiếu sau khi chia tách là bao nhiêu? Nếu giá thị trường thực tế ngay sau khi phân tách là $ 17,00 mỗi cổ phiếu, điều này cho chúng ta biết điều gì về hiệu quả thị trường?

BÀI TẬP PHÂN TÍCH DỮ LIỆU

Các bài tập được cập nhật bằng dữ liệu thời gian thực trong **MyLab Economics** và có thể dùng để thực hành hoặc để làm bài tập lớn.

1. Truy cập cơ sở dữ liệu FRED của Cục Dự trữ Liên bang St. Louis và tìm dữ liệu về Chỉ số Trung bình Công nghiệp Dow Jones (DJIA). Giả sử DJIA là một cổ phiếu không trả cổ tức. Áp dụng mô hình định giá một giai đoạn, sử dụng dữ liệu từ một năm trước cho đến ngày hiện tại nhất có sẵn, để xác định lợi suất đầu tư vốn cổ phần cần thiết. Nói cách khác, giả sử giá cổ phiếu gần đây nhất của DJIA được biết trước một năm. Tỷ suất lợi nhuận cần có để "mua" một cổ phần của DJIA? Giả sử rằng thay vào đó một khoản cổ tức 100 điểm được trả. Điều này thay đổi lợi suất yêu cầu thế nào?
2. Truy cập cơ sở dữ liệu FRED của Cục Dự trữ Liên bang St. Louis và tìm dữ liệu về các khoản thanh toán cổ tức ròng của công ty (B056RC1A027NBEA). Điều chỉnh cài đặt đơn vị thành "Percent Change from Year Ago" và tải dữ liệu xuống bảng tính.
   a. Tính tỷ lệ tăng trưởng trung bình hàng năm của cổ tức từ năm 1960 đến năm gần đây nhất của dữ liệu.
   b. Tìm dữ liệu về Chỉ số Trung bình Công nghiệp Dow Jones (DJIA) cho ngày có dữ liệu gần đây nhất. Giả sử rằng cổ tức 100 điểm được trả vào cuối năm sau. Sử dụng mô hình tăng trưởng Gordon và câu trả lời của bạn cho phần (a) để tính toán tỷ suất lợi nhuận cần thiết cho đầu tư cổ phiếu trong năm tới, giả sử bạn có thể mua một cổ phần của DJIA.

BÀI TẬP WEB

1. Truy cập trang web Bloomberg Markets tại www.bloomberg.com/markets/stocks. Biểu đồ tương tác của chúng cho phép bạn xem lợi suất tích lũy cho các cổ phiếu riêng lẻ cũng như các chỉ số thị trường. Trong 5 năm qua, chỉ số nào trong số ba chỉ số có vẻ biến động mạnh nhất -- S&P 500 (SPX: IND), Chỉ số Công nghiệp Dow Jones (INDU: IND) hoặc Chỉ số tổng hợp NASDAQ (CCMP: IND)? Chỉ số nào sẽ là khoản đầu tư tốt nhất nếu cộng gộp trong 5 năm qua?
2. Internet là một nguồn thông tin tuyệt vời về giá cổ phiếu và biến động giá cổ phiếu. Yahoo Finance là một nguồn tuyệt vời cho dữ liệu thị trường cổ phiếu. Truy cập http://finance.yahoo.com và nhấp vào "Markets", sau đó là "World Indices" và sau đó là biểu tượng DJI để xem dữ liệu hiện tại về Chỉ số trung bình công nghiệp Dow Jones. Nhấp vào biểu đồ để thao tác với các biến khác nhau. Thay đổi phạm vi thời gian và quan sát xu hướng cổ phiếu trong các khoảng thời gian khác nhau. Giá cổ phiếu tăng hay giảm trong ngày, tuần, ba tháng và năm qua?
3. Eugene Fama và Robert Shiller gần đây đã đoạt giải Nobel kinh tế. Truy cập http://nobelprize.org/ nobel_prizes / Economics / và tìm thông cáo báo chí về Eugene Fama và Robert Shiller. Giải Nobel được trao cho họ để làm gì? Nó được trao khi nào?

TRANG WEB THAM KHẢO

http://stocks.tradingcharts.com

Truy cập báo giá cổ phiếu chi tiết, biểu đồ và dữ liệu cổ phiếu lịch sử.

http://www.investorhome.com/emh.htm

Tìm hiểu thêm về giả thuyết thị trường hiệu quả.

PHẦN 3

CÁC ĐỊNH CHẾ TÀI CHÍNH

Khủng hoảng và Ứng phó: Gói cứu trợ 700 tỷ đô la

Sau một cuộc tranh luận căng thẳng trên toàn quốc, Hạ viện Hoa Kỳ đã thông qua Đạo luật Bình ổn Kinh tế Khẩn cấp vào ngày 3 tháng 10, 2008. Gói cứu trợ siêu lớn trị giá 700 tỷ đô la này nhằm thúc đẩy sự phục hồi kinh tế sau cuộc khủng hoảng tài chính toàn cầu bằng cách cho phép Bộ Tài chính mua các tài sản thế chấp đang gặp khó khăn từ các định chế tài chính đang gặp khó khăn hoặc rót vốn vào các tổ chức ngân hàng. Để tiếp tục xoa dịu những lo lắng, Đạo luật đã nâng giới hạn bảo hiểm tiền gửi liên bang từ 100.000 đô la lên 250.000 đô la.

Dự luật ban đầu được bỏ phiếu vào ngày 29 tháng 9, khi các đại diện của cử tri nhận được tràn ngập những lời phàn nàn về việc cứu trợ các nhà điều hành Wall Street tham lam đứng sau cuộc khủng hoảng. Cuộc tranh luận này thực ra là sự cạnh tranh giữa Wall Street với Main Street: Nhiều người đứng về phía những chủ nhà đang gặp khó khăn đã coi việc liên bang cứu trợ các định chế tài chính là hành động đạo đức giả của chính phủ. Việc bơm vốn vào hệ thống tài chính có thể giúp những người lo sợ mất việc làm hoặc tệ hơn là những người đột nhiên không có việc làm như thế nào?

Vai trò trung tâm của các định chế tài chính đối với hoạt động của nền kinh tế - trọng tâm của Phần 3 - đã bị bỏ qua. Các ngân hàng và các định chế tài chính khác làm cho thị trường tài chính hoạt động bằng cách chuyển tiền từ những người tiết kiệm sang những người có cơ hội đầu tư hiệu quả. Chi nhánh ngân hàng Main Street sẽ không thể cho một chủ doanh nghiệp nhỏ hoặc một sinh viên mới tốt nghiệp đại học vay vốn một cách tự do để mua một chiếc ô tô mới cho đến khi dòng vốn một lần nữa chảy vào.

Cuộc khủng hoảng tài chính toàn cầu cho thấy rõ ràng cách hệ thống tài chính thay đổi theo thời gian, có thể là do các đổi mới tài chính hoặc thông qua các bài học đau đớn rút ra từ những cuộc khủng hoảng như vậy. Chương 8 phân tích cấu trúc tài chính ở Hoa Kỳ và phần còn lại của thế giới. Trong Chương 9, chúng ta xem xét hoạt động kinh doanh và quy trình của ngân hàng. Trong Chương 10, chúng ta mở rộng phân tích của Chương 8 để hiểu các động cơ thúc đẩy việc quản lý ngân hàng và chúng ta xem xét những cạm bẫy của quy trình quản lý. Chương 11 xem xét sự phát triển của hệ thống ngân hàng Mỹ theo thời gian và sự quốc tế hóa ngân hàng ngày càng tăng. Trong Chương 12, chúng ta phát triển một khung lý thuyết để hiểu tiến trình của các cuộc khủng hoảng tài chính, và đặc biệt tập trung vào cuộc khủng hoảng toàn cầu nóng rực năm 2007-2009.

8 Phân tích Kinh tế về Cấu trúc Tài chính

Mục tiêu học tập

- Xác định tám thực trạng cơ bản của hệ thống tài chính toàn cầu.
- Tóm tắt cách chi phí giao dịch tác động đến các trung gian tài chính.
- Mô tả nguyên nhân thông tin bất cân xứng dẫn đến lựa chọn bất lợi và rủi ro đạo đức.
- Hiểu lựa chọn bất lợi và tóm tắt những cách giúp giảm bớt vấn đề này.
- Hiểu vấn đề người sở hữu - người đại diện phát sinh từ rủi ro đạo đức trong hợp đồng vốn chủ sở hữu và tóm tắt các phương pháp để giảm thiểu vấn đề này.
- Tóm tắt các phương pháp được sử dụng để giảm rủi ro đạo đức trong hợp đồng nợ.

Giới thiệu

Để có một nền kinh tế khỏe mạnh và sôi động cần một hệ thống tài chính chuyển quỹ từ những người tiết kiệm sang những người có cơ hội đầu tư hiệu quả. Nhưng làm thế nào để hệ thống tài chính đảm bảo rằng khoản tiết kiệm quý báu của bạn được chuyển đến Paula_Nhà đầu tư hiệu quả thay vì Benny_Vớ vẩn?

Chương này trả lời câu hỏi trên bằng một phân tích kinh tế, cho ta hình dung về cách thiết kế một cấu trúc tài chính để thúc đẩy hiệu quả kinh tế. Phân tích này tập trung vào một số khái niệm kinh tế đơn giản nhưng mạnh mẽ cho phép chúng ta giải thích các đặc điểm của hệ thống tài chính, chẳng hạn như lý do tại sao các hợp đồng tài chính lại được quy định như hiện tại và tại sao các trung gian tài chính lại quan trọng hơn thị trường chứng khoán trong việc chuyển quỹ cho người vay. Phân tích này cũng chứng minh mối liên hệ quan trọng giữa hệ thống tài chính và hoạt động tổng thể của nền kinh tế, sẽ là chủ đề của Phần 6 cuốn sách này.

NHỮNG THỰC TRẠNG CƠ BẢN VỀ CẤU TRÚC TÀI CHÍNH TRÊN THẾ GIỚI

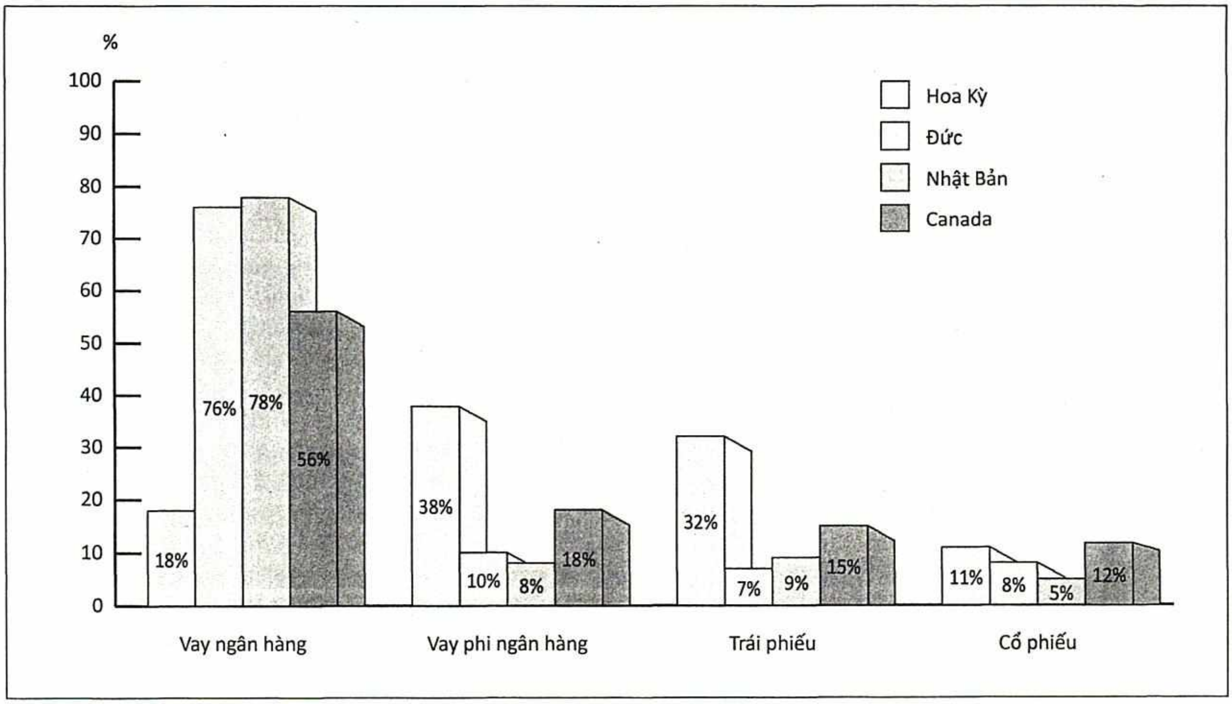
Hệ thống tài chính phức tạp cả về cấu trúc và chức năng trên toàn thế giới. Nó bao gồm nhiều loại định chế khác nhau: ngân hàng, công ty bảo hiểm, quỹ tương hỗ, thị trường cổ phiếu và trái phiếu, v.v. - tất cả đều do chính phủ điều tiết. Hệ thống tài chính chuyển hàng nghìn tỷ đô la mỗi năm từ những người tiết kiệm đến những người có cơ hội đầu tư hiệu quả. Nếu xem xét kỹ cấu trúc tài chính trên thế giới, chúng ta sẽ thấy tám thực trạng cơ bản, một số trong đó khá ngạc nhiên và cần được giải thích nếu chúng ta muốn hiểu cách thức hoạt động của hệ thống tài chính.

Biểu đồ cột trong Hình 1 cho thấy cách các doanh nghiệp Mỹ được tài trợ từ nguồn quỹ bên ngoài (những khoản tài trợ đến từ bên ngoài doanh nghiệp) trong thời kỳ 1970–2000 và so sánh dữ liệu của Hoa Kỳ với Đức, Nhật Bản và Canada. Các kết luận rút ra từ thời kỳ này vẫn đúng cho đến ngày nay. *Hạng mục Vay Ngân hàng* chủ yếu là các khoản vay từ các định chế tiền gửi; *Các khoản Vay Phi ngân hàng* chủ yếu đến từ các trung gian tài chính khác; nhóm *Trái phiếu* là các chứng khoán nợ có thể giao dịch, chẳng hạn như trái phiếu doanh nghiệp và thương phiếu; và Cổ phiếu đến từ phát hành mới vốn chủ sở hữu (cổ phiếu).

Bây giờ chúng ta cùng khám phá tám thực trạng đó.

1. ***Cổ phiếu không phải là nguồn tài trợ bên ngoài quan trọng nhất cho doanh nghiệp.*** Vì có quá nhiều sự chú ý trên các phương tiện truyền thông tập trung vào thị

MyLab Economics Bài giảng mini



HÌNH 1 Các nguồn quỹ bên ngoài cho các doanh nghiệp phi tài chính: So sánh Hoa Kỳ với Đức, Nhật Bản và Canada

Hạng mục Vay Ngân hàng chủ yếu bao gồm các khoản cho vay từ các định chế tiền gửi; Vay phi ngân hàng chủ yếu là các khoản vay của các trung gian tài chính khác; Trái phiếu gồm các chứng khoán nợ có thể giao dịch, chẳng hạn như trái phiếu doanh nghiệp và thương phiếu; và Cổ phiếu gồm các khoản phát hành mới vốn chủ sở hữu (cổ phiếu).

Nguồn: Andreas Hackethal and Reinhard H. Schmidt, "Financing Patterns: Measurement Concepts and Empirical Results," Johann Wolfgang Goethe-Universitat Working Paper No. 125, January 2004. Dữ liệu lấy cho giai đoạn 1970–2000 và là tổng dòng quỹ theo tỷ lệ phần trăm của tổng cộng, không bao gồm dữ liệu thương mại và tín dụng khác không tiếp cận được.

trường cổ phiếu, nên nhiều người có ấn tượng rằng cổ phiếu là nguồn tài chính quan trọng nhất của các doanh nghiệp Hoa Kỳ. Tuy nhiên, như chúng ta có thể thấy từ biểu đồ cột trong Hình 1, thị trường cổ phiếu chỉ chiếm một phần nhỏ trong nguồn tài trợ bên ngoài của các doanh nghiệp Mỹ trong giai đoạn 1970– 2000: 11%.[1] Số liệu trong Hình 1 tại các quốc gia khác cũng thấp tương đương. Tại sao thị trường cổ phiếu lại ít quan trọng hơn các nguồn tài trợ khác ở Hoa Kỳ và các nước khác?

[1]Con số 11% cho tỷ lệ tài trợ bên ngoài do cổ phiếu cung cấp dựa trên dòng quỹ bên ngoài đến các công ty. Tuy nhiên, con số lưu chuyển này có phần sai lệch vì khi một cổ phiếu được phát hành, nó sẽ gây quỹ vĩnh viễn, trong khi nếu trái phiếu được phát hành, nó chỉ huy động vốn tạm thời cho đến khi nó được hoàn trả lúc đáo hạn. Để thấy được điều này, giả sử một công ty gây quỹ 1.000 đô la bằng cách bán một cổ phiếu và 1.000 đô la khác bằng cách bán 1.000 đô la trái phiếu thời hạn một năm. Trong trường hợp phát hành cổ phiếu, công ty có thể giữ được 1.000 đô la mà họ huy động được bằng cách bán cổ phiếu. Tuy nhiên, để tiếp tục có được 1.000 đô la huy động được thông qua nợ, mỗi năm công ty phải phát hành mới một trái phiếu 1.000 đô la. Nếu chúng ta nhìn vào dòng quỹ đến các công ty trong khoảng thời gian 30 năm, như trong Hình 1, công ty sẽ huy động được 1.000 đô la thông qua phát hành cổ phiếu chỉ một lần trong khoảng thời gian 30 năm, trong khi công ty sẽ huy động được 1.000 đô la thông qua nợ 30 lần, mỗi năm một lần trong 30 năm. Do đó, có vẻ như nợ quan trọng hơn 30 lần so với cổ phiếu trong việc huy động vốn, mặc dù ví dụ này chỉ ra rằng thực ra hai phương pháp này quan trọng như nhau đối với công ty..

2. ***Phát hành chứng khoán nợ và vốn chủ sở hữu có thể giao dịch không phải là cách tài trợ chủ yếu cho hoạt động của các doanh nghiệp.*** Hình 1 cho thấy ở Hoa Kỳ trái phiếu là một nguồn tài trợ quan trọng hơn nhiều so với cổ phiếu (32% so với 11%). Tuy nhiên, cổ phiếu và trái phiếu gộp lại (43%), chiếm tổng thị phần chứng khoán có thể giao dịch, vẫn cung cấp ít hơn một nửa nguồn quỹ bên ngoài mà các công ty Hoa Kỳ cần để tài trợ cho các hoạt động của họ. Thực trạng phát hành chứng khoán có thể giao dịch không phải là nguồn tài trợ quan trọng nhất cũng đúng ở những nơi khác trên thế giới. Như chúng ta thấy trong Hình 1, các quốc gia khác có tỷ lệ tài trợ bên ngoài từ chứng khoán có thể giao dịch thấp hơn nhiều so với Hoa Kỳ. Tại sao các doanh nghiệp không sử dụng chứng khoán có thể giao dịch một cách rộng rãi hơn để tài trợ cho các hoạt động của mình?

3. ***Tài chính gián tiếp, với sự tham gia của các trung gian tài chính, quan trọng hơn nhiều lần so với tài chính trực tiếp, tại đó các doanh nghiệp trực tiếp huy động quỹ từ những người cho vay trên thị trường tài chính.*** Tài chính trực tiếp là việc bán chứng khoán có thể giao dịch cho các hộ gia đình, chẳng hạn như cổ phiếu và trái phiếu. Con số 43% nguồn tài chính bên ngoài cho các doanh nghiệp Hoa Kỳ đến từ cổ phiếu và trái phiếu thực sự đã phóng đại rất nhiều tầm quan trọng của tài chính trực tiếp trong hệ thống tài chính. Kể từ năm 1970, chỉ có ít hơn 5% trái phiếu doanh nghiệp và thương phiếu phát hành mới, và ít hơn một phần ba số cổ phiếu phát hành mới được bán trực tiếp cho các hộ gia đình Mỹ. Phần còn lại của các chứng khoán này đã được mua chủ yếu bởi các trung gian tài chính như các công ty bảo hiểm, quỹ hưu trí và quỹ tương hỗ. Những con số này chỉ ra rằng dưới 10% nguồn vốn bên ngoài của các doanh nghiệp Hoa Kỳ đến từ tài chính trực tiếp. Bởi vì ở hầu hết các quốc gia, chứng khoán có thể giao dịch là một nguồn tài chính còn ít quan trọng hơn ở Hoa Kỳ, tài chính trực tiếp cũng kém quan trọng hơn nhiều so với tài chính gián tiếp ở phần còn lại của thế giới. Tại sao các trung gian tài chính và tài chính gián tiếp lại quan trọng như vậy trên thị trường tài chính? Tuy vậy trong những năm gần đây, tầm quan trọng của tài chính gián tiếp ngày càng giảm. Tại sao lại như vậy?

4. ***Các trung gian tài chính, đặc biệt là ngân hàng, là nguồn quỹ bên ngoài quan trọng nhất được sử dụng để tài trợ cho các doanh nghiệp.*** Như chúng ta có thể thấy trong Hình 1, nguồn quỹ bên ngoài chủ yếu của các doanh nghiệp trên toàn thế giới là các khoản cho vay của các ngân hàng và các trung gian tài chính phi ngân hàng khác, chẳng hạn như công ty bảo hiểm, quỹ hưu trí và công ty tài chính (56% ở Hoa Kỳ, nhưng hơn 70% ở Đức, Nhật Bản và Canada). Ở các nước công nghiệp phát triển khác, các khoản vay ngân hàng là loại nguồn tài trợ bên ngoài lớn nhất (hơn 70% ở Đức và Nhật Bản, và hơn 50% ở Canada). Do đó, dữ liệu cho thấy rằng các ngân hàng ở các nước này có vai trò quan trọng nhất trong việc tài trợ cho các hoạt động kinh doanh. Ở các nước đang phát triển, các ngân hàng thậm chí còn đóng một vai trò quan trọng hơn trong hệ thống tài chính so với các nước công nghiệp phát triển. Vậy điều gì khiến các ngân hàng trở nên quan trọng đối với hoạt động của hệ thống tài chính? Mặc dù các ngân hàng vẫn giữ vai trò quan trọng, nhưng đóng góp của họ vào các nguồn vốn bên ngoài cho các doanh nghiệp đã giảm trong những năm gần đây. Điều gì đang thúc đẩy sự sụt giảm này?

5. ***Hệ thống tài chính là một trong những lĩnh vực chịu sự quản lý chặt chẽ nhất của nền kinh tế.*** Hệ thống tài chính bị quản lý điều tiết chặt chẽ ở Hoa Kỳ và ở tất cả các nước phát triển khác. Các chính phủ quản lý thị trường tài chính chủ yếu để thúc đẩy việc cung cấp thông tin và đảm bảo tính lành mạnh (ổn định) của hệ thống tài chính. Tại sao thị trường tài chính bị quản lý chặt chẽ đến vậy trên toàn thế giới?

6. ***Chỉ những công ty lớn, có uy tín mới dễ dàng tiếp cận thị trường chứng khoán để tài trợ cho hoạt động của họ.*** Các cá nhân và doanh nghiệp nhỏ không có nền tảng tốt khó có khả năng gây quỹ bằng cách phát hành chứng khoán. Thay vào đó, họ thường huy động tài trợ từ các ngân hàng. Tại sao chỉ những công ty lớn, nổi tiếng mới dễ dàng huy động quỹ trên thị trường chứng khoán?

7. ***Tài sản thế chấp là đặc điểm phổ biến của hợp đồng nợ đối với cả hộ gia đình và doanh nghiệp.*** **Tài sản thế chấp** là tài sản được cầm cố cho bên cho vay để bảo đảm thanh toán trong trường hợp bên vay không có khả năng trả nợ. Nợ được thế chấp (còn được gọi

* Chúng ta chú ý sự khác biệt giữa *vay thế chấp (mortgage)*, mà tác giả nhắc tới ở đây và *vay có tài sản thế chấp (secured debt)*. Vay thế chấp dùng chính tài sản sẽ mua bằng tiền vay làm thế chấp, còn vay có tài sản thế chấp sử dụng tài sản khác làm thế chấp. Ở Việt Nam chúng ta vẫn hay dùng chung thuật ngữ vay thế chấp cho cả hai loại hình vay này.

là **nợ có bảo đảm** để so sánh với **nợ không có bảo đảm**, chẳng hạn như nợ thẻ tín dụng, không được thế chấp) là hình thức nợ chủ yếu của hộ gia đình và cũng được sử dụng rộng rãi trong vay kinh doanh. Phần lớn các khoản nợ hộ gia đình ở Hoa Kỳ là các khoản vay thế chấp*: Ô tô của bạn là tài sản thế chấp cho khoản vay mua ô tô của bạn và ngôi nhà của bạn là tài sản thế chấp cho vay thế chấp nhà ở. Các khoản vay thế chấp thương mại và trang trại, tại đó các tài sản được đem ra để thế chấp, chiếm một phần tư khoản cho vay của các doanh nghiệp phi tài chính; trái phiếu doanh nghiệp và các khoản vay ngân hàng khác cũng thường đòi hỏi tài sản thế chấp. Tại sao tài sản thế chấp lại là một đặc điểm quan trọng của hợp đồng nợ?

8. *Hợp đồng nợ thường là những văn bản pháp lý cực kỳ phức tạp đặt ra rất nhiều hạn chế đối với hành vi của người đi vay.* Nhiều sinh viên nghĩ hợp đồng nợ chỉ đơn giản là một IOU có thể được viết trên một tờ giấy. Tuy nhiên, thực trạng lại khác xa. Ở tất cả các quốc gia, hợp đồng trái phiếu hoặc hợp đồng vay thường là những văn bản pháp lý dài với các điều khoản chỉ định một số hoạt động mà bên vay không thể hoặc có thể tham gia (được gọi là **điều khoản hạn chế**). Điều khoản hạn chế không chỉ áp dụng trong hợp đồng nợ đối với doanh nghiệp; ví dụ, các hợp đồng vay mua ô tô cá nhân và thế chấp nhà bao gồm các quy ước yêu cầu người vay phải duy trì đủ bảo hiểm cho ô tô hoặc ngôi nhà được mua bằng khoản vay. Tại sao các hợp đồng nợ lại phức tạp và nhiều hạn chế như vậy?

Hãy nhớ lại trong Chương 2, một đặc điểm quan trọng của thị trường tài chính là các chi phí giao dịch và chi phí thông tin khá lớn. Việc phân tích cách các chi phí này tác động đến thị trường tài chính sẽ giúp chúng ta hiểu được tám thực trạng trên, từ đó sẽ cho chúng ta hiểu sâu hơn về cách hệ thống tài chính hoạt động. Trong phần tiếp theo, chúng ta tìm hiểu tác động của chi phí giao dịch đối với cấu trúc hệ thống tài chính. Sau đó, chúng ta chuyển sang ảnh hưởng của chi phí thông tin đến cấu trúc tài chính.

CHI PHÍ GIAO DỊCH

Chi phí giao dịch là một vấn đề lớn trên thị trường tài chính. Một ví dụ sẽ làm rõ điều này.

Chi phí giao dịch tác động đến cấu trúc tài chính như thế nào

* Ở Mỹ có hai loại môi giới chính, *full-service broker* sẽ thu phí hoa hồng khoảng 1-2% giá trị giao dịch, còn *discount broker* sẽ thu một khoản phí cố định với mỗi giao dịch. Nếu giao dịch có quy mô thấp thì một khoản phí hoa hồng cố định cũng chiếm một tỷ lệ phần trăm lớn trên giá trị của giao dịch. Câu chuyện không hoàn toàn giống vậy ở Việt Nam, vì phí hoa hồng trên giao dịch thấp hơn khá nhiều.

Giả sử bạn có 5.000 đô la để đầu tư và đang nghĩ đến việc đầu tư vào thị trường chứng khoán. Bởi vì bạn chỉ có 5.000 đô la, bạn chỉ có thể mua một số lượng nhỏ cổ phiếu. Ngay cả khi bạn sử dụng giao dịch trực tuyến, giao dịch mua của bạn sẽ nhỏ đến mức hoa hồng môi giới cho việc mua cổ phiếu bạn chọn sẽ là một tỷ lệ phần trăm lớn trên giá mua cổ phiếu*. Thay vào đó, nếu bạn quyết định mua một trái phiếu, vấn đề thậm chí còn trở nên tồi tệ hơn; trái phiếu bạn muốn mua có mệnh giá nhỏ nhất là 10.000 đô la và bạn không có nhiều tiền như vậy. Bạn thất vọng và nhận ra rằng mình không thể sử dụng thị trường tài chính để kiếm lợi từ khoản tiền tiết kiệm quý giá của mình. Tuy nhiên, bạn có thể coi đây là một chút an ủi: thực ra bạn không đơn độc. Đây là một thực trạng cuộc sống đối với nhiều người trong chúng ta: Khoảng một nửa số hộ gia đình Mỹ không sở hữu bất kỳ loại chứng khoán nào.

Bạn cũng phải đối mặt với một vấn đề khác liên quan đến chi phí giao dịch. Bởi vì bạn chỉ có một số tiền nhỏ, bạn chỉ có thể thực hiện số khoản đầu tư hạn chế, bởi vì một số lượng lớn các giao dịch nhỏ sẽ dẫn đến chi phí giao dịch rất cao. Tức là bạn phải cho tất cả trứng vào một giỏ, và việc không đa dạng hóa được sẽ khiến bạn gặp rất nhiều rủi ro.

Các trung gian tài chính giúp giảm chi phí giao dịch thế nào

Ví dụ trên về các vấn đề gây ra bởi chi phí giao dịch, cùng với ví dụ được nêu trong Chương 2, mô tả các chi phí pháp lý ngăn cản bạn cho Thợ mộc Carl vay, cho thấy những người tiết kiệm nhỏ như bạn bị đóng băng ngoài thị trường tài chính và không thể hưởng lợi từ chúng. Rất may là các trung gian tài chính, một bộ phận quan trọng của cấu trúc tài chính, đã xuất hiện để giảm chi phí giao dịch và cho phép những người tiết kiệm nhỏ và người đi vay được hưởng lợi từ sự tồn tại của thị trường tài chính.

Hiệu quả kinh tế theo quy mô Một giải pháp cho vấn đề chi phí giao dịch cao là kết hợp quỹ của nhiều nhà đầu tư lại với nhau để họ có thể tận dụng *hiệu quả kinh tế theo quy mô*, nhờ vào việc tiết kiệm chi phí giao dịch trên mỗi đô la đầu tư khi kích cỡ (quy mô) giao dịch tăng lên. Việc gộp các quỹ của nhà đầu tư lại với nhau giúp giảm chi phí giao dịch cho từng nhà đầu tư riêng lẻ. Hiệu quả kinh tế theo quy mô là kết quả của việc tổng chi phí thực hiện một giao dịch trên thị trường tài chính chỉ tăng một chút khi quy mô giao dịch tăng lên. Ví dụ, chi phí để mua 10.000 cổ phiếu không lớn hơn nhiều so với chi phí để mua 50 cổ phiếu.

Sự hiện diện của hiệu quả kinh tế theo quy mô trên thị trường tài chính giúp giải thích sự phát triển của các trung gian tài chính và giải thích tại sao các trung gian tài chính lại trở thành một phần quan trọng trong cấu trúc tài chính. Ví dụ rõ ràng nhất về một trung gian tài chính hình thành do hiệu quả kinh tế theo quy mô là quỹ tương hỗ. *Quỹ tương hỗ* là một trung gian tài chính phát hành cổ phiếu* cho các cá nhân và sau đó đầu tư số tiền thu được vào trái phiếu hoặc cổ phiếu. Vì mua cổ phiếu hoặc trái phiếu theo khối lớn, một quỹ tương hỗ có thể tận dụng lợi thế chi phí giao dịch thấp. Các khoản tiết kiệm chi phí này sau đó sẽ được chuyển sang các nhà đầu tư cá nhân sau khi quỹ tương hỗ đã trừ đi phí quản lý để quản lý tài khoản của họ. Một lợi ích nữa cho các nhà đầu tư cá nhân là quỹ tương hỗ đủ lớn để mua một danh mục chứng khoán đa dạng hóa mạnh. Việc tăng cường đa dạng hóa cho các nhà đầu tư cá nhân làm giảm rủi ro, khiến họ có lợi hơn.

* Ở Việt Nam, khái niệm *cổ phiếu quỹ* dùng để chỉ các cổ phiếu do công ty mua lại sau khi đã phát hành. Còn cổ phiếu của các quỹ tương hỗ thì được biết đến với tên *chứng chỉ quỹ*.

Hiệu quả kinh tế theo quy mô cũng rất quan trọng trong việc giảm chi phí nguồn lực mà các tổ chức tài chính cần để hoàn thành nhiệm vụ của họ, chẳng hạn như công nghệ máy tính. Ví dụ, khi một quỹ tương hỗ lớn đã đầu tư nhiều tiền vào việc thiết lập xong hệ thống viễn thông, hệ thống này có thể được sử dụng cho một số lượng lớn giao dịch với chi phí thấp cho mỗi giao dịch.

Kiến thức chuyên môn Các trung gian tài chính có kiến thức chuyên môn tốt hơn có thể được sử dụng để giảm chi phí giao dịch. Chẳng hạn, kiến thức chuyên môn về công nghệ máy tính cho phép họ cung cấp cho khách hàng những dịch vụ tiện ích như đặc quyền ghi séc trên tài khoản và số điện thoại miễn phí mà khách hàng có thể gọi để biết thông tin về tình hình đầu tư của họ.

Chi phí giao dịch thấp tạo điều kiện cho các trung gian tài chính cung cấp cho khách hàng các *dịch vụ thanh khoản*, đây là các dịch vụ giúp khách hàng thực hiện giao dịch dễ dàng hơn. Ví dụ, quỹ tương hỗ thị trường tiền tệ không chỉ trả cho cổ đông lãi suất tương đối cao mà còn cho phép họ viết séc để tiện thanh toán hóa đơn.

THÔNG TIN BẤT CÂN XỨNG: LỰA CHỌN BẤT LỢI VÀ RỦI RO ĐẠO ĐỨC

Sự hiện diện của chi phí giao dịch trên thị trường tài chính phần nào giải thích tại sao các trung gian tài chính và tài chính gián tiếp lại đóng vai trò quan trọng như vậy trên thị trường tài chính (thực trạng 3). Tuy nhiên, để hiểu đầy đủ hơn về cấu trúc tài chính, chúng ta chuyển sang vai trò của thông tin trong thị trường tài chính.

Thông tin bất cân xứng — tình huống phát sinh khi một bên trong giao dịch không hiểu đủ về bên kia khiến bên thứ nhất không thể đưa ra quyết định chính xác khi thực hiện giao dịch — là một yếu tố quan trọng của thị trường tài chính. Ví dụ, so với các cổ đông các nhà quản lý của một công ty biết chính họ có trung thực hay không và thường có thông tin tốt hơn về hoạt động kinh doanh của chính mình. Sự hiện diện của thông tin bất cân xứng dẫn đến các vấn đề lựa chọn bất lợi và rủi ro đạo đức, đã được giới thiệu trong Chương 2.

Lựa chọn bất lợi là vấn đề thông tin bất cân xứng xuất hiện *trước khi* giao dịch xảy ra: Những người đi vay xấu tiềm năng là những người chủ động đi vay nhất. Do đó, đối tượng có nhiều khả năng tạo ra kết quả bất lợi nhất cũng là đối tượng chủ động tham gia vào giao dịch nhất. Ví dụ, những người có rủi ro cao hoặc kẻ gian thường là những người hào hứng đi vay nhất vì họ biết khả năng trả lại của mình rất thấp. Bởi vì lựa chọn bất lợi làm tăng khả năng gặp phải một người vay xấu, nên người cho vay có thể quyết định không cấp bất kỳ khoản tín dụng nào, mặc dù vẫn đang có những người vay tốt trên thị trường.

Rủi ro đạo đức phát sinh *sau khi* giao dịch đã xảy ra: Người cho vay gặp rủi ro người đi vay sẽ làm những việc mình không mong muốn, vì các hoạt động đó làm tăng nguy cơ người đi vay không hoàn trả được tiền vay. Ví dụ, một khi người đi vay đã nhận được một khoản vay, họ sẵn sàng thực hiện những hoạt động có mức rủi ro cao (có thể có lợi nhuận cao nhưng cũng có nguy cơ vỡ nợ lớn hơn) vì họ đang chơi bằng tiền của người khác. Vì rủi ro đạo đức làm giảm khả năng hoàn trả khoản vay, nên có thể người cho vay sẽ thấy không cho vay sẽ an toàn hơn.

Lý thuyết phân tích tác động của thông tin bất cân xứng lên hành vi kinh tế được gọi là **lý thuyết đại diện**. Chúng ta sẽ áp dụng lý thuyết này để giải thích tại sao cấu trúc tài chính lại có hình thức như hiện nay, từ đó giải thích các sự kiện được nêu ở đầu chương.

VẤN ĐỀ NHỮNG QUẢ CHANH: LỰA CHỌN BẤT LỢI ẢNH HƯỞNG ĐẾN CẤU TRÚC TÀI CHÍNH THẾ NÀO

Nghiên cứu nổi tiếng của George Akerlof - nhà kinh tế đoạt giải Nobel đã cung cấp một ví dụ cho thấy lựa chọn bất lợi cản trở hoạt động hiệu quả của thị trường thế nào. Nó được gọi là "vấn đề những quả chanh"* vì nó giống với vấn đề được tạo ra bởi "những quả chanh", tức là những chiếc ô tô kém chất lượng, trên thị trường ô tô cũ.[2] Những người muốn mua ô tô cũ thường không thể đánh giá chất lượng của một chiếc ô tô; có nghĩa là, họ không thể biết liệu một chiếc xe đã qua sử dụng sẽ là một chiếc xe tốt hay một quả

* Trong ngữ cảnh gốc, từ "*lemon*", quả chanh, là tiếng lóng chỉ những chiếc xe chất lượng kém và giá đắt, còn "*peach*", quả đào, chỉ những món hàng có giá hời. Mua phải chanh thì rất chua, còn đào thì sẽ ngọt.

[2]George Akerlof, "The Market for 'Lemons': Quality, Uncertainty and the Market Mechanism," Quarterly Journal of Economics 84 (1970): 488–500. Có hai bài báo quan trọng áp dụng vấn đề những quả chanh vào thị trường tài chính là Stewart Myers and N. S. Majluf, "Corporate Financing and Investment Decisions: When Firms Have Information That Investors Do Not Have," Journal of Financial Economics 13 (1984): 187–221; và Bruce Greenwald, Joseph E. Stiglitz, and Andrew Weiss, "Information Imperfections in the Capital Market and Macroeconomic Fluctuations," American Economic Review 74 (1984): 194–199..

chanh sẽ liên tục khiến họ đau đầu. Do đó, giá mà người mua muốn trả phải phản ánh chất lượng trung bình của những chiếc xe trên thị trường, nằm ở giữa giá trị thấp của một quả chanh và giá trị cao của một chiếc xe tốt.

Ngược lại, nhiều khả năng chủ sở hữu của một chiếc xe cũ, sẽ biết chiếc xe đó là đào hay chanh. Nếu chiếc xe là một quả chanh, chủ sở hữu sẽ rất vui khi bán nó với giá mà người mua muốn trả, nằm ở đâu đó lớn hơn giá trị của quả chanh và nhỏ hơn giá trị của chiếc xe tốt. Tuy nhiên, nếu chiếc xe đó là quả đào, tức là một chiếc xe tốt, chủ sở hữu biết rằng ở mức giá mà người mua muốn trả chiếc xe đó đang bị định giá thấp, và vì vậy chủ sở hữu không muốn bán. Do tác động của lựa chọn bất lợi, sẽ có ít xe cũ còn tốt được đưa ra bán, làm cho chất lượng trung bình của một chiếc xe cũ hiện có trên thị trường sẽ thấp. Và vì rất ít người muốn mua phải một quả chanh, nên doanh số bán hàng sẽ rất thấp. Thị trường ô tô cũ sẽ hoạt động kém hiệu quả.

Những quả chanh ở thị trường cổ phiếu và trái phiếu

Một vấn đề tương tự cũng nảy sinh trên thị trường chứng khoán - đó là thị trường nợ (trái phiếu) và vốn chủ sở hữu (cổ phiếu). Giả sử rằng anh bạn Nhà đầu tư Irving của chúng ta, một nhà đầu tư cổ phiếu phổ thông tiềm năng, không thể phân biệt giữa các công ty tốt có lợi nhuận kỳ vọng cao và rủi ro thấp với các công ty xấu có lợi nhuận kỳ vọng thấp và rủi ro cao. Trong tình huống này, Irving sẽ chỉ sẵn sàng trả một mức giá phản ánh chất lượng *trung bình* của các công ty phát hành chứng khoán - một mức giá nằm giữa giá trị chứng khoán của các công ty tồi và giá trị của chứng khoán của các công ty tốt. Nếu chủ sở hữu hoặc người quản lý của một công ty tốt có thông tin tốt hơn Irving và *biết* công ty của mình thực sự chất lượng, thì họ biết rằng chứng khoán của mình đang bị định giá thấp và sẽ không muốn bán chúng cho Irving với giá mà cậu muốn trả. Chỉ có những công ty tồi mới sẵn sàng bán chứng khoán cho Irving (vì giá của cậu ấy muốn trả cao hơn giá trị của chứng khoán). Tất nhiên anh bạn Irving của chúng ta không hề ngốc; cậu ấy không muốn nắm giữ chứng khoán của các công ty tồi, và do đó quyết định sẽ không mua chứng khoán trên thị trường. Tương tự như trên thị trường ô tô cũ, thị trường chứng khoán này sẽ không hoạt động tốt vì sẽ có ít công ty bán chứng khoán tại đó để huy động vốn.

Ta cũng phân tích tương tự nếu Irving cân nhắc mua một trái phiếu doanh nghiệp trên thị trường trái phiếu thay cho cổ phiếu. Irving sẽ chỉ mua một trái phiếu nếu lãi suất của nó đủ cao để cậu ấy có thể bù đắp rủi ro vỡ nợ trung bình từ khoản nợ mà cả các công ty tốt và xấu bán ra. Những người chủ thông thái của một công ty tốt nhận ra rằng họ sẽ phải trả một mức lãi suất cao hơn mức cần thiết, vì vậy họ không muốn vay trên thị trường. Chỉ những công ty tồi mới sẵn sàng vay, và bởi vì những nhà đầu tư như Irving không nhiệt tình mua trái phiếu do những công ty tồi phát hành, có thể họ sẽ không mua bất kỳ trái phiếu nào. Rất ít trái phiếu có khả năng được bán trên thị trường này, vì vậy nó sẽ không phải là một nguồn tài trợ tốt.

Phân tích chúng ta vừa thực hiện giải thích thực trạng 2 - tại sao chứng khoán có thể giao dịch không phải là nguồn tài trợ chính cho các doanh nghiệp ở bất kỳ quốc gia nào trên thế giới. Nó cũng giải thích một phần thực trạng 1 - tại sao cổ phiếu không phải là nguồn tài trợ quan trọng nhất cho các doanh nghiệp Hoa Kỳ. Sự hiện diện của vấn đề những quả chanh khiến các thị trường chứng khoán như thị trường cổ phiếu và trái phiếu không thể chuyển quỹ hiệu quả từ người tiết kiệm sang người đi vay.

Công cụ giúp giải quyết vấn đề lựa chọn bất lợi

Khi không gặp phải thông tin bất đối xứng, vấn đề những quả chanh sẽ biến mất. Nếu người mua và người bán hiểu rõ về chất lượng của ô tô cũ như nhau, để tất cả các bên có thể phân biệt được đâu là xe tốt, đâu là xe tồi, thì người mua sẽ sẵn sàng trả đúng giá trị cho những chiếc xe cũ còn tốt. Bởi vì chủ sở hữu của những chiếc xe cũ tốt có thể bán được

giá hợp lý, họ sẽ sẵn sàng bán chúng trên thị trường. Sẽ có nhiều giao dịch và thị trường sẽ thực hiện được công việc dự định của nó là chuyển những chiếc xe tốt đến những người muốn chúng.

Tương tự, nếu người mua chứng khoán có thể phân biệt được công ty tốt với công ty xấu, họ sẽ trả đúng giá trị chứng khoán do công ty tốt phát hành, và công ty tốt sẽ bán chứng khoán của họ trên thị trường. Khi đó, thị trường chứng khoán sẽ có thể chuyển quỹ đến các công ty tốt có cơ hội đầu tư hiệu quả nhất.

Sản xuất và Bán thông tin tư nhân Giải pháp cho vấn đề lựa chọn bất lợi trên thị trường tài chính là giảm thông tin bất cân xứng bằng cách đem lại cho những người cung cấp quỹ những thông tin chi tiết về các cá nhân hoặc doanh nghiệp đang tìm nguồn tài trợ cho hoạt động đầu tư của họ. Một cách để những người cho vay-tiết kiệm có được thông tin này là thông qua các công ty tư nhân thu thập và sản xuất thông tin để phân biệt các công ty tốt với các công ty xấu và sau đó bán nó cho những người cho vay-tiết kiệm. Tại Hoa Kỳ, các công ty như Standard and Poor's, Moody's và Value Line thu thập thông tin về thay đổi trong bảng cân đối kế toán và hoạt động đầu tư của các công ty, công bố những dữ liệu này và bán chúng cho người thuê bao (những cá nhân, thư viện và trung gian tài chính mua chứng khoán).

Tuy nhiên, hệ thống sản xuất và bán thông tin tư nhân không hoàn toàn giải quyết được vấn đề lựa chọn bất lợi trên thị trường chứng khoán, do **vấn đề người ăn theo**. Vấn đề người ăn theo xảy ra khi có những người lợi dụng thông tin mà người khác đã trả tiền. Vấn đề người ăn theo cho thấy rằng việc bán thông tin tư nhân chỉ là giải pháp một phần cho vấn đề những quả chanh. Giả sử bạn vừa bỏ tiền mua thông tin cho bạn biết công ty nào tốt và công ty nào kém. Bạn tin rằng việc mua này là đáng giá vì bạn có thể bù đắp chi phí để có được thông tin này bằng cách mua chứng khoán của các công ty tốt đang bị định giá thấp. Tuy nhiên, khi nhà đầu tư Irving (ăn theo) của chúng ta thấy bạn mua những chứng khoán nhất định, anh chàng sẽ mua ngay cùng với bạn, mặc dù anh ta chưa hề trả tiền mua thông tin. Nếu nhiều nhà đầu tư khác hành động như Irving, giá của chứng khoán được định giá thấp sẽ được nâng lên ngay lập tức để phản ánh giá trị thực của chứng khoán dưới áp lực tăng của cầu. Vì những người ăn theo này, bạn không còn có thể mua chứng khoán với giá thấp hơn giá trị thực của chúng. Và bởi vì bạn sẽ không còn thu được bất kỳ lợi nhuận nào từ việc mua thông tin, bạn nhận ra rằng đáng lẽ ngay từ đầu bạn không nên trả tiền mua thông tin. Nếu các nhà đầu tư khác nhận ra điều tương tự, tiền bán thông tin thu được của các công ty và các chủ thể tư nhân có thể không bù đắp đủ thời gian thu thập và sản xuất thông tin đó. Khả năng thu lợi nhuận từ việc bán thông tin của các công ty tư nhân yếu đi sẽ đồng nghĩa với việc ít thông tin được tạo ra trên thị trường, do đó việc lựa chọn bất lợi (vấn đề những quả chanh) vẫn sẽ cản trở hoạt động hiệu quả của thị trường chứng khoán.

Quy định của Chính phủ nhằm tăng cường thông tin Vấn đề người ăn theo khiến thị trường tư nhân không thể sản xuất đủ thông tin để loại bỏ hiện tượng thông tin bất cân xứng gây nên lựa chọn bất lợi. Liệu thị trường tài chính có thể nhận được trợ giúp từ sự can thiệp của chính phủ không? Ví dụ, chính phủ có thể sản xuất thông tin để giúp các nhà đầu tư phân biệt công ty tốt và công ty xấu và cung cấp miễn phí cho công chúng. Tuy nhiên, về mặt chính trị, chính phủ không muốn làm việc này vì nó đồng nghĩa với việc chính phủ sẽ công bố cả các thông tin bất lợi về các doanh nghiệp, đây là điều rất không khả thi trong thực tế. Khả năng thứ hai (và được Hoa Kỳ và hầu hết các chính phủ trên toàn thế giới lựa chọn) là chính phủ quản lý thị trường chứng khoán theo cách khuyến khích các công ty công bố thông tin trung thực về bản thân để các nhà đầu tư có thể xác định mức độ tốt hay xấu của các công ty. Tại Hoa Kỳ, Ủy ban Chứng khoán và Giao dịch (SEC- Securities and

Đọc thêm Vụ nổ Enron

Cho đến năm 2001, Enron Corporation, một công ty chuyên kinh doanh trên thị trường năng lượng, đã đạt được những thành công ngoạn mục. Công ty này kiểm soát một phần tư thị trường kinh doanh năng lượng và được định giá tới 77 tỷ đô la vào tháng 8 năm 2000 (chỉ hơn một năm trước khi sụp đổ), trở thành tập đoàn lớn thứ bảy ở Hoa Kỳ vào thời điểm đó. Tuy nhiên, vào cuối năm 2001, Enron đã sụp đổ. Vào tháng 10 năm 2001, Enron thông báo khoản lỗ trong quý ba là 618 triệu đô la và công bố các "sai số" kế toán. SEC sau đó đã tham gia điều tra chính thức về các giao dịch tài chính của Enron với các đối tác do cựu giám đốc tài chính thực hiện. Hóa ra Enron đã tham gia vào một loạt các giao dịch phức tạp để công ty này có thể để một lượng lớn nợ và các hợp đồng tài chính ngoài bảng cân đối kế toán của mình. Những giao dịch này đã giúp Enron che giấu những khó khăn tài chính của mình. Mặc dù đã tìm được khoản tài trợ mới trị giá 1,5 tỷ đô la từ JP Morgan Chase và Citigroup, công ty này vẫn buộc phải tuyên bố phá sản vào tháng 12 năm 2001, cho đến thời điểm đó là tuyên bố phá sản lớn nhất trong lịch sử Hoa Kỳ.

Vụ sụp đổ của Enron cho thấy rằng quy định của chính phủ có thể làm giảm thông tin bất cân xứng nhưng không thể loại bỏ chúng. Các nhà quản lý có những động cơ đủ mạnh để che giấu các vấn đề của công ty họ, khiến các nhà đầu tư khó có thể biết được giá trị thực của công ty.

Vụ phá sản của Enron không chỉ làm gia tăng lo ngại trên thị trường tài chính về chất lượng thông tin kế toán do các tập đoàn cung cấp mà còn dẫn đến khó khăn cho nhiều nhân viên cũ của công ty, lúc này lương hưu của họ đã trở nên vô giá trị. Sự phẫn nộ đối với sự hai mặt của các giám đốc điều hành tại Enron tăng cao, và một số trong số họ đã bị kết án và bị bắt giam.

Exchange Commission) là cơ quan chính phủ yêu cầu các công ty phát hành cổ phiếu phải trải qua các cuộc kiểm toán độc lập, để các công ty kế toán xác nhận rằng công ty đó đang tuân thủ các nguyên tắc kế toán tiêu chuẩn và công bố thông tin chính xác về doanh số, tài sản và thu nhập. Các quy định tương tự cũng có ở các quốc gia khác. Tuy nhiên, các yêu cầu công bố thông tin không phải lúc nào cũng hoạt động tốt, như sự sụp đổ của Enron và các vụ bê bối kế toán tại các tập đoàn khác, chẳng hạn như WorldCom và Parmalat (một công ty của Ý), gợi ý (xem hộp Đọc thêm, "Vụ Nổ Enron").

Vấn đề lựa chọn bất lợi trên thị trường tài chính giúp giải thích tại sao thị trường tài chính là một trong những lĩnh vực bị quản lý chặt chẽ nhất của nền kinh tế (thực trạng 5). Quy định của chính phủ nhằm tăng cường thông tin cho các nhà đầu tư là cần thiết để giảm thiểu vấn đề lựa chọn bất lợi, gây cản trở hoạt động hiệu quả của thị trường chứng khoán (cổ phiếu và trái phiếu).

Mặc dù quy định của chính phủ làm giảm bớt vấn đề lựa chọn bất lợi, nhưng không thể loại bỏ nó hoàn toàn. Ngay cả khi các công ty cung cấp thông tin cho công chúng về doanh số bán hàng, tài sản hoặc thu nhập, họ vẫn có nhiều thông tin hơn các nhà đầu tư: để biết chất lượng của một công ty, cần nhiều hơn những gì số liệu thống kê có thể cung cấp. Hơn nữa, các công ty yếu kém có động cơ để làm cho mình trông có vẻ tốt vì điều này cho phép họ đẩy giá chứng khoán của mình lên cao hơn. Các công ty yếu kém sẽ "chế biến" thông tin mà họ cần phải truyền tải đến công chúng, do đó, khiến các nhà đầu tư khó phân loại công ty tốt với công ty tồi.

Trung gian tài chính Lúc này, bạn đã thấy rằng việc sản xuất thông tin của tư nhân và quy định của chính phủ nhằm khuyến khích công bố thông tin giúp giảm bớt, nhưng không thể loại bỏ, vấn đề lựa chọn bất lợi trên thị trường tài chính. Vậy, cấu trúc tài chính giúp

thúc đẩy dòng quỹ cho những người có cơ hội đầu tư hiệu quả thế nào khi tồn tại thông tin bất cân xứng? Cấu trúc của thị trường ô tô cũ đưa ra một gợi ý cho câu hỏi này.

Một đặc điểm quan trọng của thị trường ô tô cũ là hầu hết ô tô đã qua sử dụng không được mọi người bán trực tiếp cho nhau. Một người muốn mua một chiếc ô tô đã qua sử dụng có thể mua thông tin được sản xuất tư nhân bằng cách mua một tạp chí như *Consumer Reports* để tìm hiểu về các loại ô tô. Tuy nhiên, đọc *Consumer Reports* không giải quyết được vấn đề lựa chọn bất lợi, bởi vì ngay cả khi một dòng xe cụ thể được đánh giá tốt, thì một chiếc xe của dòng này mà ai đó đang muốn bán vẫn có thể là một quả chanh. Người muốn mua cũng có thể mang chiếc xe cũ đến thợ xe để kiểm tra lại một lần. Nhưng điều gì sẽ xảy ra nếu người mua tiềm năng không biết tìm một thợ xe có thể tin cậy ở đâu, hoặc nếu thợ xe tính phí kiểm tra xe quá cao?

Những rào cản này khiến các cá nhân khó có thể thu thập đủ thông tin về ô tô cũ, vì vậy hầu hết ô tô cũ không được bán trực tiếp từ người này cho người khác. Thay vào đó, chúng được bán bởi một trung gian, một đại lý ô tô cũ thu mua ô tô đã qua sử dụng từ các cá nhân và bán lại cho các cá nhân khác. Các đại lý ô tô đã qua sử dụng cung cấp thông tin trên thị trường bằng cách trở thành chuyên gia trong việc xác định xem ô tô là đào hay chanh. Một khi đại lý biết rằng một chiếc xe là tốt, đại lý có thể bán nó với một số cách thức bảo đảm: hoặc bảo đảm rõ ràng như bảo hành hoặc bảo đảm ngầm thông qua uy tín của mình. Mọi người có nhiều khả năng mua một chiếc xe đã qua sử dụng hơn vì có sự đảm bảo của đại lý và đại lý có thể bán chiếc xe đã qua sử dụng với giá cao hơn giá mà họ đã trả. Do đó, đại lý thu lợi nhuận từ việc sản xuất thông tin về chất lượng ô tô. Nếu các đại lý mua và sau đó bán lại chính những chiếc xe mà họ đã sản xuất thông tin, họ sẽ tránh được vấn đề người khác ăn theo thông tin mà họ tạo ra.

Cũng giống như các đại lý xe cũ giúp giải quyết các vấn đề lựa chọn bất lợi trên thị trường ô tô, các trung gian tài chính cũng đóng một vai trò tương tự trong thị trường tài chính. Một trung gian tài chính, chẳng hạn như ngân hàng, trở thành chuyên gia sản xuất thông tin về các công ty để giúp phân loại người vay tốt và người vay xấu. Sau đó, ngân hàng có thể thu hút được quỹ từ những người gửi tiền và cho các công ty tốt vay. Vì về cơ bản ngân hàng có thể tìm được các công ty tốt để cho vay, nên ngân hàng có thể thu được lợi suất từ các khoản cho vay cao hơn lãi suất mà ngân hàng phải trả cho người gửi tiền. Lợi nhuận mà ngân hàng thu được tạo động lực cho họ tham gia vào hoạt động sản xuất thông tin này.

Một yếu tố quan trọng trong khả năng thu lợi nhuận của ngân hàng từ thông tin do chính mình tạo ra là ngân hàng chủ yếu cấp các khoản vay tư nhân thay vì mua chứng khoán được giao dịch trên thị trường công khai nên tránh được vấn đề người ăn theo. Bởi vì một khoản vay tư nhân không được giao dịch, các nhà đầu tư khác không thể theo dõi ngân hàng đang làm gì để từ đó hạ lãi suất của khoản vay đến mức khoản thu của ngân hàng không còn bù đắp được cho chi phí sản xuất thông tin. Vai trò của ngân hàng như một trung gian nắm giữ hầu hết các khoản cho vay phi giao dịch là chìa khóa thành công của ngân hàng trong việc giảm thiểu thông tin bất cân xứng trên thị trường tài chính.

Phân tích về lựa chọn bất lợi cho thấy so với thị trường chứng khoán các trung gian tài chính nói chung - và các ngân hàng nói riêng, vì họ nắm giữ một phần lớn các khoản vay phi giao dịch – sẽ đóng một vai trò lớn hơn trong việc chuyển quỹ đến các công ty. Do đó, phân tích của chúng ta giải thích thực trạng 3 và 4: tại sao tài trợ gián tiếp lại quan trọng hơn nhiều so với tài trợ trực tiếp và tại sao ngân hàng là nguồn quỹ bên ngoài quan trọng nhất để tài trợ cho các doanh nghiệp.

Phân tích trên cũng giải thích tầm quan trọng lớn hơn của ngân hàng so với thị trường chứng khoán trong hệ thống tài chính của các nước đang phát triển. Như chúng ta đã thấy, thông tin tốt hơn về chất lượng của các công ty sẽ giúp giảm bớt các vấn đề về thông tin bất cân xứng, giúp các công ty phát hành chứng khoán dễ dàng hơn. Ở các nước đang phát triển, thông tin về các doanh nghiệp tư nhân khó thu thập hơn so với các nước công

nghiệp; do đó, vai trò nhỏ hơn của thị trường chứng khoán tạo ra vai trò lớn hơn của các trung gian tài chính như ngân hàng. Hệ quả là khi thông tin về các công ty trở nên dễ thu thập hơn, thì vai trò của ngân hàng sẽ giảm đi. Một bước phát triển lớn trong 30 năm qua ở Hoa Kỳ là những cải tiến mạnh mẽ trong công nghệ thông tin. Do đó, chúng ta thấy rằng vai trò cho vay của các tổ chức tài chính như ngân hàng ở Hoa Kỳ sẽ giảm đi, và đây chính là những gì đã xảy ra (xem Chương 11).

Phân tích về lựa chọn bất lợi cũng giải thích thực trạng 6, đặt câu hỏi tại sao các công ty lớn có nhiều khả năng huy động quỹ từ thị trường chứng khoán, theo con đường trực tiếp, thay vì theo đường gián tiếp từ các ngân hàng và trung gian tài chính. Một công ty càng được biết đến nhiều, thì càng có nhiều thông tin về các hoạt động của nó trên thị trường. Do đó, các nhà đầu tư sẽ dễ dàng đánh giá chất lượng của công ty và xác định đó là công ty tốt hay xấu. Bởi vì các nhà đầu tư ít phải lo lắng về lựa chọn bất lợi khi giao dịch với các công ty nổi tiếng, họ sẵn sàng đầu tư trực tiếp vào chứng khoán của các công ty này hơn. Do đó, phù hợp với lý thuyết về lựa chọn bất lợi, sẽ có một trật tự cho phép công ty nào thì có thể phát hành chứng khoán. Do đó, chúng ta có lời giải thích cho thực trạng 6: Một công ty càng lớn và càng có nền tảng vững vàng thì khả năng phát hành chứng khoán để gây quỹ càng cao.

Tài sản thế chấp và Giá trị ròng Lựa chọn bất lợi chỉ cản trở hoạt động của thị trường tài chính nếu người cho vay bị lỗ khi người đi vay không thể thanh toán khoản vay và do đó vỡ nợ. Tài sản thế chấp, là tài sản đã được cam kết với người cho vay nếu người đi vay vỡ nợ, làm giảm hậu quả của lựa chọn bất lợi vì nó làm giảm thiệt hại của người cho vay. Nếu một người đi vay không trả được nợ, người cho vay có thể bán tài sản thế chấp và sử dụng số tiền thu được để bù đắp các khoản lỗ từ khoản vay. Ví dụ, nếu bạn không thanh toán được tiền vay thế chấp, người cho vay có thể có quyền sở hữu căn nhà của bạn, bán đấu giá nó và sử dụng số tiền có được để bù cho khoản vay. Do đó, người cho vay sẵn sàng thực hiện các khoản vay được đảm bảo bằng tài sản thế chấp và người đi vay sẵn sàng cung cấp tài sản thế chấp vì rủi ro giảm khiến cho khoản vay có khả năng được cấp cao hơn, thậm chí có thể có lãi suất cho vay tốt hơn. Do đó, sự hiện diện của lựa chọn bất lợi trên thị trường tín dụng giải thích tại sao tài sản thế chấp là một đặc điểm quan trọng của hợp đồng nợ (thực trạng 7).

Giá trị ròng (còn gọi là **vốn chủ sở hữu**), sự chênh lệch giữa tài sản của một công ty (những gì công ty sở hữu hoặc đang cho nợ) và các khoản nợ phải trả của nó (những gì họ nợ), có thể thực hiện một vai trò tương tự như tài sản thế chấp. Nếu một công ty có giá trị ròng cao, thì ngay cả khi công ty đó đầu tư thua lỗ và do đó không trả được nợ, người cho vay có thể lấy giá trị ròng của công ty, bán nó đi và sử dụng số tiền thu được để bù đắp một phần lỗ từ khoản vay. Ngoài ra, ngay từ đầu, một công ty càng có nhiều giá trị ròng thì khả năng vỡ nợ càng ít, bởi vì công ty đó có nguồn tài sản đệm có thể sử dụng để trả các khoản vay của mình. Do đó, khi công ty cần vay có giá trị ròng cao, hậu quả của lựa chọn bất lợi sẽ nhẹ nhàng hơn và người cho vay sẵn sàng cho vay hơn. Câu than thở chúng ta vẫn thường nghe "Chỉ những người không cần tiền mới vay được tiền!" dựa trên chính khái niệm này.

Sơ lược Tới lúc này chúng ta đã sử dụng khái niệm lựa chọn bất lợi để giải thích bảy trong tám thực trạng về cấu trúc tài chính được giới thiệu trước đó: Bốn thực trạng đầu tiên nhấn mạnh tầm quan trọng của các trung gian tài chính và tầm quan trọng tương đối của thị trường chứng khoán đối với nguồn tài trợ của các công ty; thứ năm, thị trường tài chính là một trong những lĩnh vực bị quản lý chặt chẽ nhất của nền kinh tế; thứ sáu, chỉ những tập đoàn lớn, có uy tín mới tiếp cận được thị trường chứng khoán; và thứ bảy, tài sản thế chấp là một đặc điểm quan trọng của hợp đồng nợ. Trong phần tiếp theo, chúng ta sẽ thấy khái niệm khác liên quan tới thông tin bất cân xứng, rủi ro đạo đức, cung cấp thêm lý do cho tầm quan trọng của các trung gian tài chính và sự không quan trọng tương đối của thị trường

chứng khoán trong việc tài trợ cho các công ty, sự phổ biến của các quy định của chính phủ và tầm quan trọng của tài sản thế chấp trong hợp đồng nợ. Ngoài ra, khái niệm rủi ro đạo đức có thể được sử dụng để giải thích thực trạng cuối cùng của chúng ta (thực trạng 8): tại sao hợp đồng nợ lại là văn bản pháp lý phức tạp đặt ra những hạn chế đáng kể đối với hành vi của người đi vay.

RỦI RO ĐẠO ĐỨC TÁC ĐỘNG TỚI LỰA CHỌN GIỮA HỢP ĐỒNG NỢ VÀ VỐN CHỦ SỞ HỮU

Rủi ro đạo đức là vấn đề thông tin bất cân xứng xảy ra sau khi một giao dịch tài chính diễn ra, khi người bán chứng khoán có thể có động cơ để che giấu thông tin và tham gia vào các hoạt động mà bên mua chứng khoán không mong muốn. Rủi ro đạo đức có những hệ lụy quan trọng đối với việc liệu một công ty có thể huy động vốn bằng nợ dễ dàng hơn so với bằng các hợp đồng vốn chủ sở hữu hay không.

Rủi ro đạo đức trong các hợp đồng vốn chủ sở hữu: Vấn đề người sở hữu-người đại diện

Hợp đồng vốn chủ sở hữu, chẳng hạn như cổ phiếu phổ thông, là những quyền thụ hưởng đối với một phần lợi nhuận và tài sản của một doanh nghiệp. Hợp đồng vốn chủ sở hữu phải đối mặt với một loại rủi ro đạo đức đặc thù được gọi là **vấn đề người sở hữu–người đại diện**. Khi các nhà quản lý chỉ sở hữu một phần nhỏ công ty mà họ làm việc, những cổ đông sở hữu phần lớn vốn chủ sở hữu của công ty (được gọi là người sở hữu) không phải là người quản lý công ty. Như vậy các nhà quản lý là đại diện của chủ sở hữu. Sự tách biệt giữa quyền sở hữu và quyền kiểm soát này có thể gây ra rủi ro đạo đức, trong đó những người quản lý có quyền kiểm soát (người đại diện) có thể hành động vì lợi ích của họ thay vì lợi ích của cổ đông (người sở hữu) bởi vì so với cổ đông, người quản lý có ít động cơ tối đa hóa lợi nhuận hơn.

Để hiểu đầy đủ hơn về vấn đề người sở hữu–người đại diện, hãy giả sử rằng Steve đề nghị bạn trở thành một đối tác không quản lý* trong cửa hàng kem của anh ấy. Việc thành lập cửa hàng cần khoản đầu tư ban đầu là 10.000 đô la và Steve chỉ có 1.000 đô la. Vì vậy, bạn mua một phần cổ phần (cổ phiếu) với giá 9.000 đô la, cho phép bạn có 90% quyền sở hữu công ty, trong khi Steve chỉ sở hữu 10%. Nếu Steve chăm chỉ làm ra món kem ngon, giữ cho cửa hàng sạch sẽ, mỉm cười với tất cả khách hàng và luôn nỗ lực phục vụ nhanh chóng, sau khi tất cả các chi phí (bao gồm cả lương của Steve) đã được thanh toán, cửa hàng sẽ kiếm được 50.000 đô la lợi nhuận mỗi năm, trong đó Steve sẽ nhận được 10% (5.000 đô la) và bạn sẽ nhận được 90% (45.000 đô la).

* Đối tác không quản lý, *silent partner*, là một bên hợp danh trong công ty nhưng không tham gia vào việc quản lý hoạt động của công ty, thông thường là người chỉ góp vốn và được chia lợi nhuận.

Nhưng nếu Steve không cung cấp dịch vụ nhanh chóng và thân thiện cho khách hàng của mình, sử dụng 50.000 đô la thu nhập để mua đồ trang trí cho văn phòng của anh ta, và thậm chí lẻn ra bãi biển trong giờ làm, cửa hàng sẽ không kiếm được chút lợi nhuận nào. Steve có thể kiếm thêm 5.000 đô la (10% lợi nhuận được chia) từ tiền lương của mình chỉ khi làm việc chăm chỉ và từ bỏ các khoản đầu tư không hiệu quả (chẳng hạn như tranh ảnh cho văn phòng của mình). Có thể Steve sẽ thấy rằng chỉ 5.000 đô la thôi là không đủ để khiến anh ta phải nỗ lực trở thành một nhà quản lý giỏi. Nếu đó là những gì Steve nghĩ, anh ta không có đủ động lực để trở thành một người quản lý giỏi và sẽ chốt phương án một văn phòng đẹp, một làn da rám nắng và một cửa hàng không có lợi nhuận. Bởi vì cửa hàng sẽ không thể tạo ra bất kỳ đồng lợi nhuận nào, quyết định của Steve không hành động vì lợi ích của bạn sẽ khiến bạn mất 45.000 đô la (90% lợi nhuận của bạn nếu anh ta chọn làm một người quản lý tốt).

Rủi ro đạo đức phát sinh từ vấn đề người sở hữu–người đại diện có thể còn tồi tệ hơn nếu Steve không trung thực. Bởi vì cửa hàng kem của anh ta là một cửa hàng kinh doanh thu tiền mặt, Steve có động lực để bỏ túi 50.000 đô la tiền mặt và nói với bạn rằng lợi nhuận bằng không. Bây giờ anh ta có 50.000 đô la, và bạn không nhận được gì.

Các vụ bê bối đã cung thêm bằng chứng cho thấy vấn đề người sở hữu–người đại diện tạo ra bởi các hợp đồng vốn chủ sở hữu có thể nghiêm trọng thế nào được cung cấp thêm bởi các vụ bê bối trong quá khứ liên quan đến các tập đoàn như Enron và Tyco International, trong đó các nhà quản lý bị phát hiện đã chuyển các quỹ của công ty sang sử dụng cho mục đích cá nhân. Ngoài việc theo đuổi lợi ích cá nhân, các nhà quản lý cũng có thể thực thi các chiến lược của công ty (chẳng hạn như mua lại các công ty khác) nhằm nâng cao quyền lực cá nhân của họ nhưng không làm tăng lợi nhuận của công ty.

Vấn đề người sở hữu–người đại diện sẽ không nảy sinh nếu chủ sở hữu của một công ty có thông tin đầy đủ về những gì các nhà quản lý đang làm và có thể ngăn chặn các khoản chi tiêu lãng phí hoặc gian lận. Vấn đề người sở hữu–người đại diện, một ví dụ về rủi ro đạo đức, chỉ nảy sinh bởi vì một nhà quản lý, chẳng hạn như Steve, có nhiều thông tin về các hoạt động của mình hơn người nắm giữ cổ phiếu – tức là thông tin bị bất cân xứng. Vấn đề người sở hữu–người đại diện cũng sẽ không xảy ra nếu Steve sở hữu cửa hàng một mình, và quyền sở hữu và quyền kiểm soát không tách rời nhau. Nếu đúng như vậy, việc Steve làm việc chăm chỉ và tránh các khoản đầu tư không hiệu quả sẽ mang lại cho anh ấy khoản lợi nhuận (và thu nhập phụ trội) là 50.000 đô la, một số tiền xứng đáng để anh ấy nỗ lực trở thành một nhà quản lý giỏi.

Các công cụ giúp giải quyết vấn đề người sở hữu–người đại diện

Sản xuất thông tin: Giám sát Ta đã thấy rằng vấn đề người sở hữu–người đại diện nảy sinh vì các nhà quản lý có nhiều thông tin về hoạt động và lợi nhuận thực tế của họ hơn các cổ đông. Một cách để các cổ đông giảm thiểu hiện tượng rủi ro đạo đức này là họ tham gia vào một loại hình sản xuất thông tin cụ thể: giám sát các hoạt động của công ty bằng cách thường xuyên kiểm tra công ty và xem ban giám đốc đang làm gì. Vấn đề là quá trình giám sát có thể tốn kém về thời gian và tiền bạc, như được phản ánh trong cái tên mà các nhà kinh tế đặt ra: **xác minh trạng thái tốn kém**. Việc xác minh trạng thái tốn kém làm cho hợp đồng vốn chủ sở hữu kém hấp dẫn hơn và giải thích một phần lý do tại sao trong cấu trúc tài chính của chúng ta vốn chủ sở hữu là nhân tố kém quan trọng hơn.

Cũng như với lựa chọn bất lợi, vấn đề người ăn theo làm giảm việc sản xuất thông tin cá nhân nhằm giảm rủi ro đạo đức (người sở hữu–người đại diện). Trong ví dụ này, vấn đề người ăn theo làm giảm khả năng giám sát. Nếu bạn biết rằng những cổ đông khác đang trả tiền để giám sát hoạt động của công ty mà bạn nắm giữ cổ phần, bạn có thể ăn theo các hoạt động của họ. Sau đó, bạn có thể sử dụng số tiền đáng lẽ phải trả cho giám sát để đi nghỉ trên một hòn đảo ở Caribe. Tuy nhiên, nếu bạn có thể làm được điều này, thì những cổ đông khác cũng vậy. Có lẽ tất cả những người nắm giữ cổ phiếu sẽ đi du lịch, và không ai chịu dành bất kỳ nguồn lực nào để giám sát công ty. Khi đó, vấn đề rủi ro đạo đức đối với cổ phiếu phổ thông sẽ trở nên nghiêm trọng, khiến các công ty khó phát hành chúng để huy động vốn (cung cấp thêm một lời giải thích cho thực trạng 1).

Quy định của Chính phủ nhằm Tăng cường Thông tin Cũng như với lựa chọn bất lợi, chính phủ có động cơ cố gắng giảm thiểu vấn đề rủi ro đạo đức do thông tin bất cân xứng tạo ra, đây là lý do khác cho việc hệ thống tài chính bị quản lý chặt chẽ (thực trạng 5). Các chính phủ ở mọi nơi đều có luật buộc các công ty phải tuân thủ các nguyên tắc kế toán tiêu chuẩn giúp xác minh lợi nhuận dễ dàng hơn. Họ cũng thông qua luật để áp dụng các hình phạt hình sự nghiêm khắc đối với những người phạm tội che giấu và ăn cắp

lợi nhuận. Tuy nhiên, những biện pháp này chỉ có hiệu quả một phần. Không dễ để phát hiện các gian lận này; các nhà quản lý có đủ động cơ để làm cho các cơ quan chính phủ rất khó tìm ra hoặc chứng minh gian lận của mình.

Tài chính trung gian Các trung gian tài chính có khả năng tránh được vấn đề ăn theo khi đối mặt với rủi ro đạo đức, và đây là một lý do khác tại sao tài chính gián tiếp lại quan trọng như vậy (thực trạng 3). Một trung gian tài chính giúp giảm thiểu rủi ro đạo đức phát sinh từ vấn đề người sở hữu – người đại diện là **công ty đầu tư mạo hiểm**. Các công ty đầu tư mạo hiểm tập hợp các nguồn lực từ các đối tác của họ và sử dụng quỹ đó để giúp các doanh nhân mới bắt đầu khởi nghiệp có thể khởi sự kinh doanh. Để đổi lấy việc cung cấp vốn mạo hiểm, công ty nhận được một lượng cổ phần trong doanh nghiệp đó. Bởi vì việc xác minh thu nhập và lợi nhuận rất quan trọng trong việc loại bỏ rủi ro đạo đức, các công ty đầu tư mạo hiểm thường nhấn mạnh đến việc phải có người của họ tham gia với tư cách là thành viên của hội đồng quản trị, là cơ quan quản lý doanh nghiệp mới thành lập để họ có thể liên tục theo dõi các hoạt động của công ty. Khi một công ty đầu tư mạo hiểm cung cấp quỹ cho *start-up*, vốn cổ phần trong công ty mới là tư nhân - nghĩa là, không thể bán cho bất kỳ ai ngoại trừ công ty đầu tư mạo hiểm.[3] Do đó, các nhà đầu tư khác không thể ăn theo các hoạt động xác minh của công ty đầu tư mạo hiểm. Như vậy, công ty đầu tư mạo hiểm có thể thu được toàn bộ lợi ích từ các hoạt động xác minh của mình và có động lực phù hợp để xử lý rủi ro đạo đức. Các công ty đầu tư mạo hiểm đóng vai trò quan trọng trong sự phát triển của lĩnh vực công nghệ cao ở Hoa Kỳ, nhờ đó tạo ra việc làm, tăng trưởng kinh tế và tăng khả năng cạnh tranh quốc tế.

Hợp đồng Nợ Hợp đồng vốn chủ sở hữu là một quyền thụ hưởng dựa trên lợi nhuận, nên rủi ro đạo đức xuất hiện trong mọi tình huống, cho dù công ty đang làm ăn hay thua lỗ. Nếu một hợp đồng có thể được cấu trúc để rủi ro đạo đức chỉ tồn tại trong một số tình huống nhất định, thì nhu cầu giám sát của các nhà quản lý sẽ giảm bớt và hợp đồng sẽ hấp dẫn hơn hợp đồng vốn chủ sở hữu. Hợp đồng nợ có chính xác những thuộc tính này bởi vì nó là một thỏa thuận hợp đồng của người đi vay để trả cho người cho vay số tiền cố định theo định kỳ. Khi một công ty có lợi nhuận cao, người cho vay nhận được các khoản thanh toán theo hợp đồng và không cần biết chính xác lợi nhuận của công ty đó. Nếu người quản lý che giấu lợi nhuận hoặc theo đuổi các hoạt động có lợi cho cá nhân nhưng không làm tăng lợi nhuận của công ty, người cho vay không cần quan tâm, miễn là các hoạt động này không cản trở khả năng thanh toán nợ đúng hạn của công ty. Chỉ khi công ty không thể đáp ứng các khoản thanh toán nợ, và do đó có nguy cơ vỡ nợ, người cho vay mới cần xác minh tình trạng lợi nhuận của công ty. Chỉ trong tình huống này, những người cho vay mới cần phải hành động giống như những người nắm giữ vốn cổ phần; để có được phần của mình, giờ đây họ phải biết công ty có thu nhập bao nhiêu.

Không còn cần thường xuyên giám sát công ty, và do đó chi phí xác minh trạng thái thấp đi, giúp giải thích tại sao các hợp đồng nợ được sử dụng thường xuyên hơn hợp đồng vốn chủ sở hữu để huy động vốn. Do đó, khái niệm rủi ro đạo đức giúp giải thích thực trạng 1, khẳng định rằng cổ phiếu không phải là nguồn tài chính quan trọng nhất đối với doanh nghiệp.[4]

[3]Các công ty cổ phần tư nhân, thường tham gia vào hoạt động đầu tư cổ phần tư nhân, giải quyết vấn đề người ăn theo theo cách tương tự như phương pháp được sử dụng bởi các công ty đầu tư mạo hiểm. Các công ty đầu tư mạo hiểm đầu tư vào các doanh nghiệp mới và sau đó, khi công ty này trưởng thành sẽ bán cổ phiếu ra công chúng. Ngược lại với các công ty đầu tư mạo hiểm đưa các công ty mới ra công chúng, các công ty cổ phần tư nhân tìm các công ty đại chúng cũ hơn và chuyển thành tư nhân - nghĩa là họ mua tất cả các cổ phiếu được giao dịch công khai và loại bỏ chúng. Sau đó, họ thực hiện quyền kiểm soát công ty bằng các phương pháp tương tự như các phương pháp được sử dụng bởi các công ty đầu tư mạo hiểm.

[4]Một yếu tố khác khuyến khích việc sử dụng hợp đồng nợ thay vì hợp đồng vốn chủ sở hữu ở Hoa Kỳ là luật thuế. Các khoản thanh toán lãi suất nợ là một khoản chi phí được khấu trừ đối với các công ty Mỹ, trong khi chi trả cổ tức cho các cổ đông thì không (ND: điều này cũng đúng ở Việt Nam).

RỦI RO ĐẠO ĐỨC ẢNH HƯỞNG THẾ NÀO ĐẾN CẤU TRÚC TÀI CHÍNH TRONG THỊ TRƯỜNG NỢ

Ngay cả với những ưu điểm vừa mô tả, các hợp đồng nợ vẫn phải chịu rủi ro đạo đức. Bởi vì với hợp đồng nợ người đi vay chỉ phải trả một số tiền cố định và có thể giữ những khoản lợi nhuận còn lại ngoài số tiền này, do đó người đi vay có động cơ để thực hiện các dự án đầu tư có rủi ro cao hơn những gì người cho vay muốn.

Ví dụ: giả sử bạn quyết định không trở thành cổ đông tại cửa hàng kem của Steve do lo ngại về vấn đề xác minh lợi nhuận. Thay vào đó, bạn cho Steve vay 9.000 đô la để lập doanh nghiệp, và hai người ký một hợp đồng nợ với lãi suất 10% dành cho bạn. Theo như đánh giá, đây là một khoản đầu tư chắc chắn, vì nhu cầu về kem rất mạnh và ổn định trong khu vực lân cận của bạn. Tuy nhiên, một khi bạn cấp quỹ cho Steve, anh ta có thể sử dụng chúng cho những mục đích khác với những gì đã đề xuất với bạn. Thay vì mở cửa hàng kem, Steve có thể sử dụng khoản vay 9.000 đô la của bạn để đầu tư vào thiết bị nghiên cứu hóa học vì anh ta nghĩ rằng mình có cơ hội 10% để phát minh ra một loại kem ăn kiêng có mùi vị ngon như các thương hiệu cao cấp, nhưng không có chất béo hoặc calo.

Rõ ràng, đây là một khoản đầu tư rất mạo hiểm, nhưng nếu thành công, Steve sẽ trở thành triệu phú đô la. Anh ta có động lực mạnh mẽ để thực hiện khoản đầu tư rủi ro hơn bằng tiền của bạn vì lợi nhuận thu được sẽ rất lớn nếu thành công. Bạn rõ ràng sẽ rất không vui nếu Steve sử dụng tiền vay cho khoản đầu tư mạo hiểm như thế, bởi vì nếu anh ta không thành công, và điều này rất có thể sẽ xảy ra, bạn sẽ mất gần như, nếu không phải là tất cả, số tiền bạn đã đưa. Và nếu Steve thành công, bạn sẽ không cùng chia sẻ thành công của anh ta - bạn vẫn sẽ chỉ nhận được 10% lợi suất từ khoản vay vì các khoản thanh toán gốc và lãi đều cố định. Do rủi ro đạo đức tiềm ẩn (rằng Steve có thể sử dụng tiền của bạn để tài trợ cho một dự án rất rủi ro), bạn có thể sẽ không cho Steve vay, mặc dù một cửa hàng kem trong khu phố là một khoản đầu tư tốt sẽ mang lại lợi ích cho tất cả mọi người.

Các công cụ giúp giải quyết rủi ro đạo đức trong hợp đồng nợ

Giá trị ròng và tài sản thế chấp Khi người đi vay có nhiều nguy cơ hơn vì giá trị ròng (chênh lệch giữa tài sản và nợ phải trả) của họ cao hoặc tài sản thế chấp mà họ đã cam kết với người cho vay là có giá trị, thì nguy cơ rủi ro đạo đức - sự cám dỗ để hành động theo cách mà người cho vay không muốn — sẽ giảm đi đáng kể vì bản thân người đi vay có rất nhiều thứ để mất. Nói cách khác, nếu người đi vay càng có nhiều thứ để mất (nhiều *skin in the game** hơn) vì họ có giá trị ròng cao hơn hoặc cầm cố tài sản thế chấp, thì họ sẽ ít gia tăng rủi ro bằng chi phí của người cho vay hơn. Hãy quay lại với Steve và công việc kinh doanh kem của anh ta. Giả sử rằng chi phí thiết lập cửa hàng kem hoặc thiết bị nghiên cứu là 100.000 đô la thay vì 10.000 đô la. Bây giờ Steve cần đầu tư 91.000 đô la (thay vì 1.000 đô la) tiền của mình vào công việc kinh doanh, ngoài 9.000 đô la được cung cấp bởi khoản vay của bạn. Nếu Steve không thành công trong việc phát minh ra loại kem không calo, không béo, anh ta sẽ mất rất nhiều— 91.000 đô la tài sản ròng (100.000 đô la tài sản trừ đi khoản vay 9.000 đô la từ bạn). Anh ta sẽ suy nghĩ kỹ về việc thực hiện khoản đầu tư rủi ro này và có nhiều khả năng đầu tư vào cửa hàng kem, là thứ chắc chắn hơn. Do đó, khi Steve có nhiều tiền của riêng mình (giá trị ròng) đầu tư vào công việc kinh doanh và do đó có nhiều "*skin in the game*" hơn, bạn sẽ muốn cho anh ta vay hơn. Tương tự, nếu bạn đã sử dụng căn nhà của mình làm tài sản thế chấp, bạn sẽ ít có khả năng đến Las Vegas và đánh

* *have skin in the game* nghĩa là thực sự tham gia vào hoặc trực tiếp bị tác động bởi một cái gì đó.

bạc bằng số tiền kiếm được trong tháng, bởi vì bạn có thể sẽ không còn gì để trả tiền vay thế chấp và do đó có thể mất nhà.

Ta có thể dùng cách khác để mô tả giải pháp mà giá trị ròng cao và tài sản thế chấp đem lại cho vấn đề rủi ro đạo đức khi nói rằng nó làm cho hợp đồng nợ **tương thích về động cơ**; nghĩa là, nó làm động cơ của người đi vay cùng hướng với các động cơ của người cho vay. Giá trị ròng của người đi vay và tài sản thế chấp được cầm cố càng lớn, thì người đi vay càng có động cơ để hành xử theo cách mà người cho vay kỳ vọng và mong muốn, vấn đề rủi ro đạo đức trong hợp đồng nợ càng nhỏ, các doanh nghiệp hoặc hộ gia đình càng dễ vay. Ngược lại, khi giá trị ròng và tài sản thế chấp của người đi vay thấp hơn, thì vấn đề rủi ro đạo đức càng lớn, khiến việc đi vay trở nên khó khăn hơn.

Theo dõi và thực thi các quy ước hạn chế Như ví dụ về Steve và cửa hàng kem cho thấy, nếu bạn có thể đảm bảo rằng Steve không đầu tư vào bất kỳ thứ gì rủi ro hơn, thì sẽ đáng để cho anh ta vay tiền. Bạn có thể đảm bảo rằng Steve sẽ sử dụng tiền của bạn vào đúng mục đích bạn mong đợi bằng cách viết các điều khoản (quy ước hạn chế) vào hợp đồng nợ để hạn chế hoạt động của doanh nghiệp. Bằng cách theo dõi các hoạt động của Steve để kiểm tra xem anh ta có tuân thủ các quy ước hạn chế hay không và bằng cách ép buộc thực thi các quy ước nếu Steve không tuân thủ, bạn có thể yên tâm rằng anh ta sẽ không gia tăng rủi ro bằng chi phí của bạn. Các quy ước hạn chế giảm thiểu rủi ro đạo đức bằng cách ngăn cản hành vi không mong muốn hoặc bằng cách khuyến khích hành vi mong muốn. Có bốn loại quy ước hạn chế để đạt được mục tiêu này:

1. ***Quy ước ngăn cản hành vi không mong muốn.*** Các quy ước được thiết kế để giảm thiểu rủi ro đạo đức bằng cách không cho bên vay tham gia vào các hành vi không mong muốn khi thực hiện các dự án đầu tư rủi ro. Một số quy ước quy định rằng khoản vay chỉ được sử dụng để tài trợ cho các hoạt động nhất định, chẳng hạn như mua những loại thiết bị hoặc hàng tồn kho cụ thể. Những quy ước khác hạn chế công ty đi vay không được tham gia vào các hoạt động rủi ro nhất định, chẳng hạn như mua các doanh nghiệp khác.

2. ***Quy ước khuyến khích hành vi mong muốn.*** Các quy ước hạn chế có thể khuyến khích người đi vay tham gia vào các hoạt động mong muốn để tăng khả năng khoản vay sẽ được trả hết. Ví dụ quy ước yêu cầu người trụ cột trong gia đình phải mua loại bảo hiểm nhân thọ tiếp tục thanh toán tiền vay thế chấp nếu người đó qua đời. Đối với các doanh nghiệp, các quy ước hạn chế kiểu này tập trung vào việc khuyến khích công ty đi vay giữ giá trị ròng cao vì giá trị ròng của người đi vay cao hơn sẽ làm giảm rủi ro đạo đức và giảm khả năng lỗ cho người cho vay. Các quy ước hạn chế này thường quy định rằng công ty đi vay phải nắm giữ tối thiểu một số tài sản nhất định so với quy mô của công ty.

3. ***Quy ước giữ tài sản thế chấp có giá trị.*** Bởi vì tài sản thế chấp là một biện pháp bảo vệ quan trọng đối với người cho vay, các quy ước hạn chế có thể khuyến khích người đi vay giữ tài sản thế chấp trong tình trạng tốt và đảm bảo rằng nó sẽ thuộc quyền sở hữu của người đi vay. Đây là loại quy ước mà mọi người thường gặp phải nhất. Ví dụ, các hợp đồng cho vay mua ô tô yêu cầu chủ sở hữu ô tô phải mua bảo hiểm va chạm và trộm cắp với giá trị tối thiểu và ngăn chặn việc bán ô tô trừ khi khoản vay được trả hết. Tương tự, người nhận thế chấp nhà phải có bảo hiểm đầy đủ về ngôi nhà và phải trả hết tiền vay thế chấp khi tài sản được bán.

4. ***Quy ước cung cấp thông tin.*** Các quy ước hạn chế cũng yêu cầu công ty đi vay cung cấp thông tin về hoạt động của mình theo định kỳ dưới dạng báo cáo kế toán và báo cáo thu nhập hàng quý, do đó giúp bên cho vay dễ dàng giám sát công ty và giảm rủi ro đạo đức. Loại quy ước này cũng có thể quy định rằng bên cho vay có quyền kiểm toán và kiểm tra sổ sách của công ty bất kỳ lúc nào.

Bây giờ chúng ta thấy tại sao hợp đồng nợ thường là văn bản pháp lý phức tạp với nhiều hạn chế đối với hành vi của bên vay (thực trạng 8): Hợp đồng nợ đòi hỏi các quy ước hạn chế phức tạp để giảm rủi ro đạo đức.

Trung gian tài chính Mặc dù các quy ước hạn chế giúp giảm thiểu, nhưng không loại bỏ hoàn toàn vấn đề rủi ro đạo đức. Hầu như không thể tạo ra các quy ước loại trừ mọi rủi ro. Hơn nữa, người đi vay có thể đủ khôn khéo để tìm ra kẽ hở trong các quy ước hạn chế khiến chúng không hiệu quả.

Một vấn đề khác của các quy ước hạn chế là chúng phải được giám sát và thực thi. Một quy ước hạn chế là vô nghĩa nếu người đi vay biết rằng người cho vay sẽ không kiểm tra hoặc không sẵn sàng trả tiền cho thủ tục truy đòi pháp lý. Do việc giám sát và thực thi các quy ước hạn chế rất tốn kém, nên vấn đề ăn theo cũng nảy sinh trên thị trường chứng khoán nợ (trái phiếu) và trên thị trường cổ phiếu. Nếu bạn biết rằng các trái chủ khác đang theo dõi và thực thi các quy ước hạn chế, bạn có thể ăn theo hoạt động theo dõi và thực thi của họ. Nhưng các trái chủ khác cũng có thể làm tương tự, do đó, kết quả có thể xảy ra là sẽ không có đủ nguồn lực để giám sát và thực thi các quy ước hạn chế. Do đó, rủi ro đạo đức tiếp tục là một vấn đề nghiêm trọng đối với nợ thị trường.

Như chúng ta đã thấy trước đây, các trung gian tài chính - đặc biệt là các ngân hàng - có thể tránh được vấn đề người ăn theo bằng cách chủ yếu cho vay tư nhân. Các khoản vay tư nhân không được giao dịch, vì vậy không ai khác có thể ăn theo việc giám sát và thực thi các quy ước hạn chế của các trung gian này. Do đó, trung gian cho vay tư nhân nhận được đầy đủ lợi ích của việc giám sát và thực thi và sẽ làm việc để giảm thiểu vấn đề rủi ro đạo đức vốn có trong các hợp đồng nợ. Khái niệm rủi ro đạo đức đã cung cấp cho chúng ta thêm lý do tại sao các trung gian tài chính đóng vai trò quan trọng hơn trong việc chuyển tiền từ người tiết kiệm đến người vay hơn so với chứng khoán thị trường, như được mô tả trong thực tế 3 và 4.

Sơ lược

Thông tin bất cân xứng trong thị trường tài chính dẫn đến các vấn đề lựa chọn bất lợi và rủi ro đạo đức gây cản trở hoạt động hiệu quả của các thị trường đó. Các công cụ để giúp giải quyết những vấn đề này gồm việc sản xuất và bán thông tin của tư nhân, quy định của chính phủ nhằm tăng cường thông tin trên thị trường tài chính, tầm quan trọng của tài sản thế chấp và giá trị ròng đối với các hợp đồng nợ cũng như việc sử dụng giám sát và các quy ước hạn chế. Phân tích của chúng ta cho thấy rằng sự tồn tại của vấn đề người ăn theo đối với các chứng khoán có thể giao dịch như cổ phiếu và trái phiếu cho thấy rằng các trung gian tài chính - đặc biệt là ngân hàng – phải đóng một vai trò lớn hơn thị trường chứng khoán trong việc tài trợ cho các hoạt động của doanh nghiệp. Phân tích kinh tế về hậu quả của lựa chọn bất lợi và rủi ro đạo đức đã giúp giải thích các đặc điểm cơ bản của hệ thống tài chính của chúng ta, bao gồm tám thực trạng về cấu trúc tài chính của chúng ta được nêu ở đầu chương này.

Để trợ giúp nghiên cứu, Bảng 1 tóm tắt các vấn đề về thông tin bất cân xứng và các công cụ giúp giải quyết chúng. Ngoài ra, nó còn lưu ý cách các công cụ này và các vấn đề về thông tin bất cân xứng giải thích tám thực trạng của cấu trúc tài chính được mô tả ở đầu chương.

BẢNG TÓM TẮT 1

Các vấn đề về thông tin bất đối xứng và các công cụ để giải quyết chúng

Vấn đề thông tin bất đối xứng	Công cụ để giải quyết	Giải thích thực trạng số
Lựa chọn bất lợi	Sản xuất và bán thông tin tư nhân	1, 2
	Quy định của chính phủ về tăng cường thông tin	5
	Trung gian tài chính	3, 4, 6
	Tài sản thế chấp và giá trị ròng	7
Rủi ro đạo đức trong hợp đồng vốn chủ sở hữu	Cung cấp thông tin: giám sát	1
(vấn đề người sở hữu – người đại diện)	Quy định của chính phủ về tăng cường thông tin	5
	Trung gian tài chính	3
	Hợp đồng nợ	1
Rủi ro đạo đức trong các hợp đồng nợ	Tài sản thế chấp và giá trị ròng	6, 7
	Giám sát và thực thi các quy ước hạn chế	8
	Liên kết tài chính	3, 4

Lưu ý: Danh sách các thực trạng:
1. Cổ phiếu không phải là nguồn tài trợ bên ngoài quan trọng nhất.
2. Chứng khoán có thể giao dịch không phải là nguồn tài trợ chính.
3. Tài chính gián tiếp quan trọng hơn tài chính trực tiếp.
4. Ngân hàng là nguồn cung cấp quỹ bên ngoài quan trọng nhất.
5. Hệ thống tài chính chịu sự quản lý chặt chẽ.
6. Chỉ những công ty lớn, có uy tín mới tiếp cận được thị trường chứng khoán.
7. Tài sản thế chấp rất phổ biến trong các hợp đồng nợ.
8. Hợp đồng nợ có nhiều quy ước hạn chế.

ỨNG DỤNG Phát triển tài chính và tăng trưởng kinh tế

Nghiên cứu gần đây đã phát hiện ra rằng một lý do quan trọng khiến nhiều nước đang phát triển và các nước cộng sản cũ như Nga (được gọi là các nước đang chuyển đổi) có tốc độ tăng trưởng kinh tế rất thấp là do hệ thống tài chính của họ kém phát triển (một tình huống được gọi là *kìm hãm tài chính*).[5] Phân tích kinh tế về cấu trúc tài chính giúp giải thích cách một hệ thống tài chính kém phát triển dẫn đến tình trạng phát triển kinh tế và tăng trưởng kinh tế thấp.

Hệ thống tài chính của các nước đang phát triển và đang chuyển đổi gặp phải một số khó khăn khiến chúng không thể hoạt động hiệu quả. Như chúng ta đã thấy, hai công

[5]Xem World Bank, Finance for Growth: Policy Choices in a Volatile World (World Bank and Oxford University Press, 2001), and Frederic S. Mishkin, The Next Great Globalization: How Disadvantaged Nations Can Harness Their Financial Systems to Get Rich (Princeton University Press, 2006) for a survey of the literature linking economic growth with financial development and a list of additional references.

Đọc thêm Sự tàn bạo của tài sản thế chấp

Để sử dụng tài sản, chẳng hạn như đất đai hoặc vốn, làm tài sản thế chấp, một người phải sở hữu nó một cách hợp pháp. Tuy nhiên, như mô tả của Hernando De Soto trong cuốn *Bí ẩn của Vốn (The Mystery of Capital)*, việc người nghèo ở các nước đang phát triển làm cho quyền sở hữu tài sản của họ hợp pháp là vô cùng tốn kém và mất nhiều thời gian. Ví dụ, để có được quyền sở hữu hợp pháp cho một ngôi nhà trên đất đô thị ở Philippines, bao gồm 168 bước hành chính và 53 cơ quan nhà nước và tư nhân, và quá trình này kéo dài từ 13 đến 25 năm. Để có được quyền sở hữu hợp pháp đối với vùng đất sa mạc ở Ai Cập mất 77 bước, 31 cơ quan nhà nước và tư nhân, và cần từ 5 đến 14 năm. Để mua hợp pháp đất của chính phủ ở Haiti, một công dân bình thường phải trải qua 176 bước trong vòng 19 năm. Những rào cản pháp lý này không có nghĩa là người nghèo không đầu tư: Họ vẫn xây nhà và mua thiết bị, ngay cả khi họ không có quyền sở hữu hợp pháp đối với những tài sản này. Theo tính toán của De Soto, "tổng giá trị bất động sản được người nghèo ở Thế giới thứ ba và các quốc gia cộng sản cũ nắm giữ nhưng không thuộc sở hữu hợp pháp là ít nhất 9,3 nghìn tỷ đô la."*

Tuy nhiên, không có quyền sở hữu hợp pháp, không tài sản nào trong số này có thể được sử dụng làm tài sản thế chấp để vay vốn, một yêu cầu đối với hầu hết những người cho vay. Ngay cả khi mọi người có quyền sở hữu hợp pháp đối với tài sản của họ, hệ thống pháp luật ở hầu hết các nước đang phát triển kém hiệu quả đến mức tài sản thế chấp không có nhiều ý nghĩa. Thông thường, trước tiên, các chủ nợ phải kiện con nợ không trả được nợ, mất vài năm, sau đó, khi có phán quyết có lợi, chủ nợ phải kiện lại để có được quyền sở hữu tài sản thế chấp. Quá trình này thường kéo dài hơn 5 năm. Vào thời điểm người cho vay đòi được tài sản thế chấp, tài sản thế chấp có khả năng đã bị bỏ quên hoặc bị đánh cắp và do đó không còn giá trị. Ngoài ra, các chính phủ thường chặn người cho vay cưỡng chế đối với những người đi vay trong các lĩnh vực có quyền lực chính trị của xã hội, chẳng hạn như nông nghiệp.

Khi hệ thống tài chính không thể sử dụng tài sản thế chấp một cách hiệu quả, vấn đề lựa chọn bất lợi sẽ trở nên tồi tệ hơn bởi vì người cho vay cần nhiều thông tin hơn về chất lượng của người đi vay để phân biệt một khoản vay tốt với một khoản vay xấu. Các khoản vay sẽ diễn ra rất ít, đặc biệt là trong các giao dịch liên quan đến tài sản thế chấp, chẳng hạn như vay thế chấp. Ví dụ, ở Peru, giá trị của các khoản vay thế chấp so với quy mô của nền kinh tế thấp hơn 1/20 ở Hoa Kỳ.

Người nghèo ở các nước đang phát triển thậm chí còn gặp khó khăn hơn trong việc vay vốn vì quá tốn kém để họ có được quyền sở hữu tài sản của mình, và do đó họ không có tài sản để thế chấp, dẫn đến điều Raghuram Rajan, thống đốc ngân hàng trung ương Ấn Độ và Luigi Zingales ở Đại học Chicago gọi là "sự tàn bạo của tài sản thế chấp".** Ngay cả khi những người nghèo có ý tưởng kinh doanh tốt và sẵn sàng làm việc chăm chỉ, họ không thể có được tiền để tài trợ cho việc kinh doanh, gây khó khăn cho việc thoát nghèo.

*Hernando De Soto, The Mystery of Capital: Why Capitalism Triumphs in the West and Fails Everywhere Else (New York: Basic Books, 2000), 35.

** Raghuram Rajan and Luigi Zingales, Saving Capitalism from the Capitalists: Unleashing the Power of Financial Markets to Create Wealth and Spread Opportunity (New York: Crown Business, 2003).

cụ quan trọng được sử dụng để giúp giải quyết các vấn đề lựa chọn bất lợi và rủi ro đạo đức trong thị trường tín dụng là tài sản thế chấp và các quy ước hạn chế. Ở nhiều nước đang phát triển, hệ thống quyền tài sản (nhà nước pháp quyền, các ràng buộc về việc trưng thu của chính phủ và không để xảy ra tham nhũng) hoạt động kém, khiến hai công cụ này khó hoạt động hiệu quả.

Như thảo luận trong hộp Đọc thêm, "Sự tàn bạo của tài sản thế chấp", hệ thống quyền tài sản yếu kém rất phổ biến ở các nền kinh tế đang phát triển và chuyển đổi cản trở việc sử dụng tài sản thế chấp, làm cho các vấn đề lựa chọn bất lợi trở nên tồi tệ hơn vì người cho vay cần thêm thông tin về chất lượng của người vay để sàng lọc khoản vay tốt. Kết quả là, người cho vay khó có thể chuyển quỹ đến người vay với các cơ hội đầu tư hiệu quả nhất, cuối cùng dẫn đến đầu tư kém hiệu quả hơn và do đó nền kinh tế tăng trưởng chậm hơn.

Tương tự, một hệ thống luật pháp kém phát triển hoặc tham nhũng khiến người cho vay cực kỳ khó thực thi các quy ước hạn chế. Do đó, khả năng giảm thiểu rủi ro đạo đức từ phía người đi vay bị giới hạn nghiêm trọng, và khiến họ ít sẵn sàng cho vay hơn. Một lần nữa, kết quả là đầu tư kém hiệu quả hơn và tốc độ tăng trưởng của nền kinh tế thấp hơn. Tầm quan trọng của một hệ thống pháp luật hiệu quả trong việc thúc đẩy tăng trưởng kinh tế cho thấy rằng luật sư cần có vai trò tích cực hơn trong nền kinh tế so với mức mà họ đang có.

Chính phủ ở các nước đang phát triển và chuyển đổi thường sử dụng hệ thống tài chính để điều hướng tín dụng cho chính họ hoặc cho các lĩnh vực được ưu đãi của nền kinh tế bằng cách ấn định lãi suất ở mức thấp một cách giả tạo đối với một số loại tín dụng, bằng cách tạo ra các định chế tài chính phát triển để thực hiện một số loại tín dụng cụ thể, hoặc bằng cách chỉ đạo các định chế hiện tại cho vay đối với một số chủ thể nhất định. Như ta đã thấy, các định chế tư nhân có động cơ để giải quyết các vấn đề lựa chọn bất lợi và rủi ro đạo đức và cho những người đi vay có cơ hội đầu tư hiệu quả nhất. Các chính phủ có ít động lực để làm vậy hơn bởi vì họ không bị thúc đẩy bởi động cơ lợi nhuận và do đó các chương trình tín dụng chỉ đạo của họ có thể không chuyển quỹ đến các lĩnh vực sẽ tạo ra tăng trưởng cao cho nền kinh tế. Kết quả có thể xảy ra là đầu tư kém hiệu quả hơn và tăng trưởng kinh tế chậm hơn.

Ngoài ra, nhiều ngân hàng ở các nước đang phát triển và chuyển đổi thuộc sở hữu của chính phủ các nước đó. Một lần nữa, do không có động cơ lợi nhuận, các **ngân hàng quốc doanh** này có rất ít động lực để phân bổ vốn của họ vào những mục đích sử dụng hiệu quả nhất. Không có gì ngạc nhiên khi khách hàng vay chính của các ngân hàng quốc doanh này thường là chính phủ, vốn không phải lúc nào cũng sử dụng quỹ một cách khôn ngoan.

Quy định của chính phủ có thể làm tăng lượng thông tin có trên thị trường tài chính và do đó giúp chúng hoạt động hiệu quả hơn. Nhiều quốc gia đang phát triển và chuyển đổi có bộ máy quản lý yếu kém làm chậm việc cung cấp thông tin đầy đủ cho thị trường. Ví dụ, những quốc gia này thường có các chuẩn mực kế toán yếu kém, nên rất khó xác định chất lượng của bảng cân đối kế toán của bên vay. Do đó, các vấn đề về thông tin bất cân xứng trở nên trầm trọng hơn, và hệ thống tài chính bị cản trở nghiêm trọng trong việc chuyển quỹ đến các mục đích sử dụng hiệu quả nhất.

Môi trường thể chế với hệ thống luật pháp kém, các chuẩn mực kế toán yếu kém, quy định không đầy đủ của chính phủ và sự can thiệp của chính phủ thông qua các chương trình tín dụng có định hướng và quyền sở hữu nhà nước đối với các ngân hàng đều giúp giải thích tại sao nhiều nước vẫn nghèo trong khi những nước khác lại giàu lên.

ỨNG DỤNG Trung Quốc có phải là một phản ví dụ điển hình cho tầm quan trọng của phát triển tài chính không?

Mặc dù Trung Quốc dường như đang trên đường trở thành một cường quốc kinh tế, nhưng sự phát triển tài chính của nước này vẫn đang ở giai đoạn đầu. Hệ thống luật pháp của đất nước còn yếu kém, do đó các hợp đồng tài chính khó thực thi, và các chuẩn mực kế toán còn lỏng lẻo, nên khó có được thông tin chất lượng cao về các chủ nợ. Các quy định cho hệ thống ngân hàng vẫn đang trong giai đoạn hình thành, và khu vực ngân hàng chủ yếu là các ngân hàng quốc doanh lớn. Tuy nhiên, nền kinh tế Trung Quốc đã đạt được một trong những tốc độ tăng trưởng cao nhất trên thế giới trong 20 năm qua. Làm thế nào mà Trung Quốc có thể phát triển nhanh chóng như vậy, với trình độ phát triển tài chính thấp?

Như đã nói ở trên, Trung Quốc đang trong giai đoạn đầu phát triển tài chính, với thu nhập bình quân đầu người chưa đến 15.000 đô la, bằng 1/4 thu nhập bình quân đầu người

ở Hoa Kỳ. Với tỷ lệ tiết kiệm cực kỳ cao, trung bình khoảng 40% trong hai thập kỷ qua, quốc gia này đã nhanh chóng tích lũy vốn và chuyển một lượng lớn lao động nhàn rỗi từ khu vực nông nghiệp tự cung tự cấp sang các hoạt động năng suất cao hơn sử dụng vốn. Mặc dù các khoản tiết kiệm không phải lúc nào cũng được phân bổ cho các mục đích sử dụng hiệu quả nhất của chúng, nhưng sự gia tăng vốn khổng lồ, kết hợp với lợi ích về năng suất đạt được do chuyển lao động ra khỏi nền nông nghiệp năng suất thấp, tự cung tự cấp, đã đủ để tạo ra tăng trưởng cao.

Tuy nhiên, khi Trung Quốc giàu lên, chiến lược này khó có thể tiếp tục phát huy tác dụng. Liên Xô là một ví dụ sinh động. Trong những năm 1950 và 1960, Liên Xô có nhiều đặc điểm của Trung Quốc ngày nay: tăng trưởng cao được thúc đẩy bởi tỷ lệ tiết kiệm cao, lượng vốn tích lũy lớn và sự chuyển dịch của một lượng lớn lao động chưa được sử dụng hết từ nông nghiệp tự cung tự cấp sang sản xuất chế tạo. Tuy nhiên, trong giai đoạn tăng trưởng cao này, Liên Xô không thể phát triển các thể chế cần thiết để phân bổ vốn một cách hiệu quả. Kết quả là, khi nguồn lao động tự cung tự cấp được sử dụng hết, sự tăng trưởng của Liên Xô chậm lại đáng kể và không thể theo kịp các nền kinh tế phương Tây. Ngày nay, không ai coi Liên Xô là một câu chuyện thành công về kinh tế, và việc họ không có khả năng phát triển các thể chế cần thiết để duy trì sự phát triển và tăng trưởng tài chính là lý do quan trọng dẫn đến sự sụp đổ của siêu cường này.

Để bước sang giai đoạn phát triển tiếp theo, Trung Quốc sẽ cần phân bổ vốn hiệu quả hơn, điều này đòi hỏi nước này phải cải thiện hệ thống tài chính của mình. Ban lãnh đạo Trung Quốc nhận thức rõ thách thức này; chính phủ đã thông báo rằng các ngân hàng quốc doanh đang được thực hiện trên con đường tư nhân hóa. Ngoài ra, chính phủ cũng tham gia vào việc cải cách luật pháp nhằm làm cho các hợp đồng tài chính có hiệu lực hơn. Luật phá sản mới đang được xây dựng để các bên cho vay có khả năng tiếp quản tài sản của các công ty vỡ nợ trong hợp đồng cho vay của họ. Liệu chính phủ Trung Quốc có thành công trong việc phát triển một hệ thống tài chính bậc nhất, từ đó giúp Trung Quốc có thể đứng vào hàng ngũ các nước phát triển hay không, là một dấu hỏi lớn. ◆

TÓM LƯỢC

1. Có tám thực trạng cơ bản tóm tắt cấu trúc tài chính Hoa Kỳ. Bốn thực trạng đầu tiên nhấn mạnh tầm quan trọng của các trung gian tài chính và tầm quan trọng tương đối của thị trường chứng khoán trong việc tài trợ cho các doanh nghiệp; thực trạng thứ năm xác nhận rằng thị trường tài chính là một trong những lĩnh vực bị quản lý chặt chẽ nhất của nền kinh tế; thực trạng thứ sáu nói rằng chỉ những công ty lớn, có nền tảng tốt mới có quyền tiếp cận thị trường chứng khoán; thực trạng thứ bảy cho thấy tài sản thế chấp là một đặc điểm quan trọng của hợp đồng nợ; và thực trạng thứ tám mô tả hợp đồng nợ là một văn bản pháp lý phức tạp đặt ra những hạn chế đáng kể đối với hành vi của người đi vay.
2. Chi phí giao dịch ngăn cản nhiều người gửi tiết kiệm nhỏ và người đi vay không thể tham gia trực tiếp vào thị trường tài chính. Các trung gian tài chính có thể tận dụng hiệu quả kinh tế nhờ quy mô và có khả năng phát triển chuyên môn tốt hơn, dẫn đến chi phí giao dịch thấp hơn và do đó tạo điều kiện cho người tiết kiệm và người đi vay của họ được hưởng lợi từ sự tồn tại của thị trường tài chính.
3. Thông tin bất cân xứng dẫn đến hai vấn đề: lựa chọn bất lợi xảy ra trước khi giao dịch diễn ra và rủi ro đạo đức xảy ra sau khi giao dịch đã diễn ra. Lựa chọn bất lợi là thực tế những người vay tệ nhất lại dễ vay được nhất và rủi ro đạo đức là rủi ro việc người đi vay thực hiện các hoạt động mà người cho vay không mong muốn.
4. Lựa chọn bất lợi cản trở hoạt động hiệu quả của thị trường tài chính. Các công cụ giúp giảm thiểu lựa chọn bất lợi bao gồm sản xuất và bán thông tin tư nhân, quy định của chính phủ nhằm tăng cường thông tin, trung gian tài chính, tài sản thế chấp và giá trị ròng. Vấn đề người ăn theo xảy ra

khi có những người không trả tiền và lợi dụng thông tin mà người khác đã trả tiền. Vấn đề này giải thích tại sao các trung gian tài chính, cụ thể là ngân hàng, đóng vai trò quan trọng hơn trong việc tài trợ cho các hoạt động của doanh nghiệp hơn thị trường chứng khoán.

5. Rủi ro đạo đức trong hợp đồng vốn chủ sở hữu, được gọi là vấn đề người sở hữu - người đại diện, xảy ra bởi vì người quản lý (người đại diện) có ít động lực để tối đa hóa lợi nhuận hơn cổ đông (người sở hữu). Vấn đề người sở hữu - người đại diện giải thích tại sao hợp đồng nợ lại phổ biến trên thị trường tài chính hơn nhiều so với hợp đồng vốn chủ sở hữu. Các công cụ giúp giảm thiểu vấn đề người sở hữu - người đại diện bao gồm giám sát, quy định của chính phủ để tăng cường thông tin và trung gian tài chính.

6. Các công cụ được sử dụng để giảm thiểu vấn đề rủi ro đạo đức trong hợp đồng nợ bao gồm giá trị ròng, giám sát và thực thi các quy ước hạn chế, và các trung gian tài chính..

THUẬT NGỮ QUAN TRỌNG

lý thuyết đại diện, 169
tài sản thế chấp, 167
xác minh trạng thái tốn kém, 176
vấn đề người ăn theo, 171
tương thích về động cơ, 178
giá trị ròng (vốn cổ phần), 174
vấn đề người sở hữu–người đại diện, 175
các quy ước hạn chế, 167
nợ có bảo đảm, 167
ngân hàng quốc doanh, 183
nợ không có bảo đảm, 167
công ty đầu tư mạo hiểm, 176

CÂU HỎI

Tất cả các câu hỏi đều có trong **MyLab Economics** *tại* www.pearson.com/mylab/economics.

1. Đối với mỗi quốc gia sau đây, xác định nguồn tài trợ bên ngoài quan trọng nhất (lớn nhất) và ít quan trọng nhất (nhỏ nhất): Hoa Kỳ; Nước Đức; Nhật Bản; Canada. Nhận xét sự giống và khác nhau giữa các nguồn tài trợ của các nước.
2. Hiệu quả kinh tế theo quy mô có thể giúp giải thích sự tồn tại của các trung gian tài chính như thế nào?
3. Giải thích tại sao hẹn hò có thể được coi là một phương pháp để giải quyết vấn đề lựa chọn bất lợi.
4. Tại sao các trung gian tài chính sẵn sàng tham gia vào hoạt động thu thập thông tin khi các nhà đầu tư vào các công cụ tài chính có thể lại không muốn làm vậy?
5. Giả sử bạn đến ngân hàng ở gần nhà, định dùng tiền tiết kiệm mua một chứng chỉ tiền gửi. Giải thích lý do tại sao bạn thích làm vậy hơn so với việc cung cấp một khoản vay, với lãi suất cao hơn lãi suất ngân hàng trả cho chứng chỉ tiền gửi (nhưng thấp hơn lãi suất ngân hàng tính cho các khoản vay mua ô tô), cho người vào ngân hàng ngay sau bạn và đăng ký vay mua xe.
6. Giả sử bạn đang đăng ký một khoản vay thế chấp. Nhân viên cho vay nói với bạn rằng nếu bạn nhận được khoản vay, ngân hàng sẽ giữ giấy chủ quyền nhà cho đến khi bạn hoàn trả khoản vay. Ngân hàng đang cố gắng giải quyết vấn đề nào của thông tin bất cân xứng?
7. Giả sử bạn có dữ liệu về hai nhóm quốc gia, một nhóm có hệ thống pháp luật hiệu quả và nhóm còn lại có hệ thống pháp luật chậm chạp, tốn kém và kém hiệu quả. Bạn mong đợi nhóm quốc gia nào có mức sống cao hơn?
8. Bạn mong đợi mối quan hệ nào sẽ tồn tại giữa các thước đo tham nhũng và mức sống ở cấp quốc gia? Giải thích kênh nào khiến tham nhũng có thể ảnh hưởng đến mức sống.
9. Bạn có sẵn sàng cho một người bạn vay nếu cô ấy đã dành toàn bộ số tiền tiết kiệm được vào công việc kinh doanh của mình hơn so với khi cô ấy không làm vậy không? Tại sao?
10. Chính phủ có thể thực hiện những bước nào để giảm các vấn đề về thông tin bất cân xứng và giúp hệ thống tài chính hoạt động trơn tru và hiệu quả hơn?
11. Làm thế nào vấn đề thông tin bất cân xứng có thể dẫn đến một vụ hoảng loạn ngân hàng?
12. Vào tháng 12 năm 2001, Argentina tuyên bố sẽ không trả đúng hạn các khoản nợ quốc gia (do chính phủ phát hành) của mình. Trái phiếu Argentina được định giá chỉ bằng một phần nhỏ của giá trị trước đó của chúng. Vài năm sau, Argentina tuyên bố sẽ trả lại 25% mệnh giá khoản nợ. Nhận xét về tác động của thông tin bất cân xứng trên thị trường trái phiếu chính phủ. Bạn có nghĩ rằng các nhà đầu tư hiện nay đang sẵn sàng mua trái phiếu do chính phủ Argentina phát hành?

13. Vấn đề người ăn theo làm trầm trọng thêm vấn đề lựa chọn bất lợi và rủi ro đạo đức trên thị trường tài chính như thế nào?
14. Giả sử rằng tại một thị trường trái phiếu nhất định, hiện tại không có thông tin nào có thể giúp người mua trái phiếu tiềm năng phân biệt giữa các trái phiếu. Công ty phát hành trái phiếu nào có động cơ để công bố thông tin về công ty của họ? Giải thích vì sao.
15. Các nguyên tắc kế toán chuẩn hóa giúp thị trường tài chính hoạt động hiệu quả hơn như thế nào?
16. Vấn đề nào của thông tin bất cân xứng đang được các nhà tuyển dụng tương lai cố gắng giải quyết khi họ yêu cầu ứng viên trải qua một cuộc phỏng vấn xin việc. Đó có phải là sự kết thúc của bất cân xứng thông tin?
17. Sự tồn tại của thông tin bất cân xứng có thể cung cấp cơ sở lý luận cho việc quản lý thị trường tài chính của chính phủ như thế nào?
18. "Càng có nhiều tài sản thế chấp để hỗ trợ một khoản vay, người cho vay càng ít phải lo lắng về lựa chọn bất lợi." Tuyên bố này đúng, sai hay không chắc chắn? Giải thích câu trả lời của bạn.
19. Giải thích việc tách biệt quyền sở hữu và quyền kiểm soát trong các công ty ở Mỹ có thể dẫn đến việc quản lý yếu kém.
20. Nhiều nhà hoạch định chính sách ở các nước đang phát triển đã đề xuất triển khai hệ thống bảo hiểm tiền gửi tương tự như hệ thống tồn tại ở Hoa Kỳ. Giải thích tại sao thay vì là các giải pháp, điều này có thể tạo ra nhiều vấn đề hơn trong hệ thống tài chính của một nước đang phát triển.
21. Gustavo là một bác sĩ trẻ sống ở một đất nước có hệ thống tài chính và luật pháp tương đối kém hiệu quả. Khi Gustavo đăng ký thế chấp, anh nhận thấy rằng các ngân hàng thường yêu cầu tài sản thế chấp lên đến 300% số tiền của khoản vay. Giải thích tại sao các ngân hàng có thể yêu cầu nhiều tài sản thế chấp như vậy trong một hệ thống tài chính. Nhận xét về hệ quả của hệ thống đó đối với tăng trưởng kinh tế. .

BÀI TẬP ÁP DỤNG

Tất cả các bài tập áp dụng đều có trong **MyLab Economics** tại www.pearson.com/mylab/economics.

Đối với các Bài tập từ 22–25, tính giá trị kỳ vọng của một sự kiện bằng trung bình trọng số theo xác suất, là tổng của mỗi kết quả có thể xảy ra nhân với xác suất của nó.

22. Bạn tham gia thị trường mua bán ô tô cũ và quyết định ghé thăm một đại lý ô tô đã qua sử dụng. Bạn biết rằng giá trị trên Blue Book của chiếc xe bạn đang xem là từ 20.000 đến 24.000 đô la. Nếu bạn tin rằng đại lý biết về chiếc xe nhiều như bạn, bạn sẵn sàng trả bao nhiêu? Tại sao? Giả sử rằng bạn chỉ quan tâm đến giá trị kỳ vọng của chiếc xe bạn sẽ mua và giá trị chiếc xe được phân bổ đối xứng.
23. Tham khảo Bài 22. Bây giờ bạn tin rằng đại lý biết nhiều về chiếc xe hơn bạn. Bạn sẽ chịu trả bao nhiêu tiền? Tại sao? Vấn đề thông tin bất cân xứng này có thể được giải quyết thế nào trong một thị trường cạnh tranh?
24. Bạn muốn thuê Ron để quản lý các hoạt động ở Dallas của mình. Lợi nhuận từ các hoạt động phụ thuộc một phần vào cách Ron làm việc chăm chỉ, như sau.

Xác suất lợi nhuận

	Lợi nhuận = $10,000	Lợi nhuận = $50,000
Lười biếng	60%	40%
Chăm chỉ	20%	80%

Nếu Ron lười biếng, anh ấy sẽ lướt Internet cả ngày, và anh ấy xem đây là cơ hội miễn phí. Tuy nhiên, Ron coi làm việc chăm chỉ là một "chi phí cá nhân" trị giá 1.000 đô la. Tỷ lệ lợi nhuận cố định bạn nên cung cấp cho Ron là bao nhiêu? Giả sử Ron chỉ quan tâm đến khoản thanh toán dự kiến của mình ít hơn bất kỳ "chi phí cá nhân" nào

25. Bạn sở hữu một ngôi nhà trị giá 400.000 đô la nằm trên một con sông. Nếu lũ sông vừa phải, ngôi nhà sẽ bị phá hủy hoàn toàn. Lũ lụt vừa phải xảy ra khoảng 50 năm một lần. Nếu bạn xây tường chắn sóng, sông ngập nặng mới phá hủy được ngôi nhà của bạn, và lũ lụt lớn như vậy chỉ xảy ra khoảng 200 năm một lần. Phí bảo hiểm hàng năm cho một hợp đồng bảo hiểm lũ lụt cung cấp bảo hiểm đầy đủ sẽ là bao nhiêu? Đối với hợp đồng chỉ trả 75% giá trị căn nhà, bạn dự kiến chi phí nào khi có và không có tường chắn sóng? Các chính sách khác nhau có tạo động lực để trở nên an toàn hơn (tức là xây dựng tường chắn sóng) không?

BÀI TẬP PHÂN TÍCH DỮ LIỆU

Các bài tập được cập nhật bằng dữ liệu thời gian thực trong MyLab Economics và có thể dùng để thực hành hoặc để làm bài tập lớn

1. Truy cập cơ sở dữ liệu FRED của Cục Dự trữ Liên bang St. Louis và tìm dữ liệu về phần trăm giá trị của các khoản vay được bảo đảm bằng tài sản thế chấp cho tất cả các khoản vay thương mại và công nghiệp (ESANQ) và tỷ lệ ròng các ngân hàng trong nước thắt chặt các tiêu chuẩn đối với các khoản vay thương mại và công nghiệp đối với các công ty thị trường lớn và trung bình (DRTSCILM). Tải dữ liệu xuống bảng tính.
    a. Tính giá trị trung bình trong bốn quý gần đây nhất và bốn quý trước đó cho chỉ tiêu tiêu chuẩn ngân hàng và chỉ tiêu "phần trăm các khoản cho vay được đảm bảo bằng tài sản thế chấp". Các mức trung bình này có hoạt động như bạn mong đợi không?
    b. Sử dụng công cụ Data Analysis tool trong Excel để tính toán hệ số tương quan cho hai chuỗi dữ liệu từ 1997: Q3 đến quý gần đây nhất của dữ liệu. Bạn có thể kết luận gì về mối quan hệ giữa tài sản thế chấp và các tiêu chuẩn cho vay C&I của ngân hàng? Kết quả này có phù hợp với nỗ lực giảm thông tin bất đối xứng?

2. Truy cập cơ sở dữ liệu FRED của Cục Dự trữ Liên bang St. Louis và tìm dữ liệu về giá trị ròng của các hộ gia đình (TNWB- SHNO) và tỷ lệ phần trăm ròng của các ngân hàng trong nước thắt chặt tiêu chuẩn cho các khoản vay mua ô tô (STDSAUTO). Điều chỉnh cài đặt đơn vị cho chỉ báo giá trị ròng thành "Percent Change from Year Ago," và tải dữ liệu xuống bảng tính.
    a. Tính giá trị trung bình trong bốn quý gần đây nhất và bốn quý trước đó cho chỉ số tiêu chuẩn ngân hàng và chỉ báo "phần trăm thay đổi trong giá trị ròng". Các mức trung bình này có hoạt động như bạn mong đợi không?
    b. Sử dụng công cụ Data Analysis tool trong Excel để tính toán hệ số tương quan cho hai chuỗi dữ liệu từ năm 2011: Quý 2 đến quý gần đây nhất của dữ liệu. Bạn có thể kết luận gì về mối quan hệ giữa giá trị ròng của các hộ gia đình và các tiêu chuẩn cho vay mua ô tô của ngân hàng? Kết quả này có phù hợp với nỗ lực giảm thông tin bất cân xứng không?

BÀI TẬP WEB

1. Trong chương này, chúng ta thảo luận về vấn đề những quả chanh và ảnh hưởng của nó đối với hoạt động hiệu quả của thị trường. Lý thuyết này ban đầu được phát triển bởi George Akerlof. Truy cập http://www.nobel.se/economics/laureates/2001/public.html. Trang web này cho biết Akerlof, Spence và Stiglitz đã được trao giải Nobel kinh tế năm 2001 cho công việc của họ. Đọc báo cáo này tới hết phần về George Akerlof. Tóm tắt các ý tưởng nghiên cứu của ông trong một trang.

TRANG WEB THAM KHẢO

http://www.nobelprize.org/nobel_prizes/economic-sciences/laureates/2001/

Một thảo luận đầy đủ về vấn đề những quả chanh trên một trang web dành riêng cho những người đoạt giải Nobel.

9 Hoạt động Ngân hàng và Quản lý các Định chế Tài chính

Mục tiêu học tập

- Tóm tắt các đặc điểm của bảng cân đối kế toán ngân hàng.
- Áp dụng các thay đổi của tài sản có và tài sản nợ của ngân hàng trên tài khoản T.
- Xác định cách thức ngân hàng quản lý tài sản và nợ phải trả của mình để tối đa hóa lợi nhuận.
- Liệt kê cách thức ngân hàng đối phó với rủi ro tín dụng.
- Áp dụng phân tích chênh lệch và phân tích kỳ hạn, và xác định rủi ro lãi suất.
- Tổng hợp các loại hoạt động ngoại bảng.

Giới thiệu

Vì hoạt động ngân hàng đóng một vai trò quan trọng trong việc chuyển quỹ đến những người vay có cơ hội đầu tư hiệu quả, nên hoạt động tài chính này rất quan trọng để đảm bảo hệ thống tài chính và nền kinh tế vận hành trơn tru và hiệu quả. Tại Hoa Kỳ, các ngân hàng (định chế tiền gửi) cung cấp lượng tín dụng khoảng 10 nghìn tỷ đô la hàng năm. Họ cung cấp các khoản vay cho các doanh nghiệp, giúp tài trợ cho giáo dục đại học và mua xe hơi, nhà mới, đồng thời cung cấp các dịch vụ như séc và tài khoản tiết kiệm không kỳ hạn, thẻ ghi nợ và máy ATM cho mọi người.

Trong chương này, chúng ta tìm hiểu cách thức vận hành của ngân hàng nhằm thu được lợi nhuận cao nhất có thể: ngân hàng cho vay như thế nào và tại sao, cách họ huy động quỹ và quản lý tài sản và nợ phải trả (nợ), và cách họ kiếm thu nhập. Mặc dù chúng ta tập trung vào các ngân hàng thương mại, bởi vì họ là trung gian tài chính quan trọng nhất, nhưng nhiều nguyên tắc tương tự có thể áp dụng cho các loại trung gian tài chính khác.

BẢNG CÂN ĐỐI KẾ TOÁN NGÂN HÀNG

Để hiểu cách hoạt động của ngân hàng, hãy bắt đầu bằng cách tìm hiểu **bảng cân đối kế toán** của ngân hàng, liệt kê các tài sản và nợ phải trả của ngân hàng. Như tên gọi của nó, danh sách này phải cân đối; nghĩa là, nó có đặc điểm

$$\text{tổng tài sản} = \text{tổng nợ phải trả} + \text{vốn}$$

Bảng cân đối kế toán của ngân hàng cũng là một danh sách các nguồn quỹ của ngân hàng (nợ phải trả và vốn) và việc sử dụng các nguồn quỹ đó (tài sản). Các ngân hàng huy động quỹ bằng cách đi vay và bằng cách phát hành các khoản nợ khác, chẳng hạn như tiền gửi. Sau đó, họ sử dụng quỹ này vào các tài sản như chứng khoán và cho vay. Các ngân hàng tạo ra lợi nhuận vì lãi thu về từ việc nắm giữ tài sản (chứng khoán và cho vay) cao hơn lãi và các chi phí khác từ nợ phải trả. Bảng cân đối của tất cả các ngân hàng thương mại Hoa Kỳ tính đến tháng 6 năm 2017 được thể hiện trong Bảng 1.

Nợ phải trả

Ngân hàng huy động quỹ bằng cách phát hành (bán) các khoản nợ phải trả, là nguồn quỹ mà ngân hàng sử dụng. Nguồn quỹ thu được từ việc phát hành các khoản nợ phải trả được sử dụng để mua các tài sản tạo ra thu nhập.

BẢNG 1 **Bảng cân đối kế toán của tất cả các ngân hàng thương mại (theo tỷ lệ % của tổng số, 6/2017)**

Tài sản/Tài sản có (Sử dụng quỹ)*		Nợ phải trả/Tài sản nợ (Nguồn quỹ)	
Dự trữ và các khoản tiền mặt	14%	Tiền gửi giao dịch	11%
Chứng khoán		Tiền gửi phi giao dịch	
Chính phủ và cơ quan chính phủ Hoa Kỳ	15	Tiền gửi tiết kiệm không kỳ hạn	49
Chính quyền địa phương, bang và các chứng khoán khác	6	Tiền gửi có kỳ hạn mệnh giá nhỏ	2
		Tiền gửi có kỳ hạn mệnh giá lớn	10
		Các khoản vay	17
Cho vay		Vốn ngân hàng	11
Thương mại và công nghiệp	13		
Bất động sản	26		
Tiêu dùng	8		
Liên ngân hàng	1		
Khác	9		
Tài sản khác (ví dụ, vốn hữu hình)	8		
Tổng	100	Tổng	100

*Theo thứ tự thanh khoản giảm dần (ND: Vì tài khoản T liên quan nhiều đến kế toán, nên cặp khái niệm *asset/liabilities* trong sách sẽ được chuyển dịch từ *tài sản/nợ phải trả* thành *tài sản có/tài sản nợ* cho phù hợp với bối cảnh mỗi khi phân tích có liên quan tới tài khoản T.

Nguồn: Cơ sở dữ liệu của Ngân hàng Dự trữ St. Louis FRED: http://www.federalreserve.gov/releases/h8/current/ và https://www.federalreserve.gov/releases/H6/current.

Tiền gửi giao dịch Tiền gửi giao dịch là tài khoản ngân hàng cho phép chủ tài khoản viết séc cho bên thứ ba. Tiền gửi giao dịch bao gồm tất cả các tài khoản từ đó có thể phát séc. Bảng 1 cho thấy tiền gửi giao dịch chiếm 11% nợ phải trả của ngân hàng. Tiền gửi giao dịch từng là nguồn quỹ quan trọng nhất (hơn 60% nợ phải trả của ngân hàng vào năm 1960), nhưng với sự ra đời của các công cụ tài chính mới, hấp dẫn hơn, chẳng hạn như tài khoản tiền gửi thị trường tiền tệ, tỷ trọng tiền gửi giao dịch trong tổng nợ phải trả của ngân hàng đã giảm dần theo thời gian.

Tiền gửi giao dịch phải trả theo yêu cầu; nghĩa là, nếu một người gửi tiền có mặt tại ngân hàng và yêu cầu thanh toán bằng cách rút tiền, thì ngân hàng phải trả tiền ngay lập tức cho người gửi tiền. Tương tự, nếu một người nhận được séc viết từ tài khoản của một ngân hàng xuất trình séc tại ngân hàng đó, thì ngân hàng phải thanh toán tiền ngay lập tức (hoặc ghi có vào tài khoản của người đó).

Tiền gửi giao dịch là một tài sản đối với người gửi tiền vì nó là một phần của cải của họ. Bởi vì người gửi tiền có thể rút quỹ và ngân hàng có nghĩa vụ phải thanh toán, tiền gửi giao dịch là một khoản nợ phải trả của ngân hàng. Chúng thường là nguồn quỹ ngân hàng có chi phí thấp nhất, bởi vì người gửi tiền sẵn sàng từ bỏ lãi suất để đổi lấy quyền sử dụng tài sản thanh khoản có thể dùng để mua hàng ngay lập tức. Các chi phí của ngân hàng để duy trì các khoản tiền gửi giao dịch bao gồm thanh toán lãi và các chi phí phát sinh trong việc phục vụ các tài khoản này — xử lý, chuẩn bị và gửi sao kê hàng tháng; giao dịch viên thân thiện (con người hoặc phương thức khác); một trụ sở chính ấn tượng và các chi nhánh nằm ở vị trí thuận tiện; và quảng cáo tiếp thị nhằm lôi kéo khách hàng gửi quỹ vào ngân hàng. Trong những năm gần đây, lãi tiền gửi (giao dịch và

phi giao dịch) chiếm khoảng 5% tổng chi phí hoạt động ngân hàng, trong khi các chi phí liên quan đến việc phục vụ tài khoản (lương nhân viên, thuê văn phòng, v.v.) xấp xỉ 85% chi phí hoạt động.

Tiền gửi phi giao dịch Tiền gửi phi giao dịch là nguồn quỹ chính của ngân hàng (61% nợ ngân hàng trong Bảng 1). Chủ sở hữu không thể viết séc từ các khoản tiền gửi phi giao dịch, nhưng lãi suất trả cho các khoản tiền gửi này thường cao hơn so với các khoản tiền gửi giao dịch. Có hai loại tiền gửi phi giao dịch cơ bản: tài khoản tiết kiệm không kỳ hạn và tiền gửi có kỳ hạn (còn được gọi là chứng chỉ tiền gửi, hoặc CD).

Tài khoản tiết kiệm không kỳ hạn đã từng là loại tiền gửi phi giao dịch phổ biến nhất. Quỹ có thể được bổ sung thêm vào hoặc rút ra từ tài khoản tiết kiệm không kỳ hạn bất kỳ lúc nào. Đối với các tài khoản này, các giao dịch và các khoản thanh toán lãi suất được ghi lại trong bảng sao kê hàng tháng hoặc trong sổ tiết kiệm do chủ sở hữu tài khoản nắm giữ.

Các khoản tiền gửi có kỳ hạn có thời gian đáo hạn cố định, từ vài tháng đến hơn năm năm và bị phạt đáng kể (mất lãi vài tháng) nếu rút tiền trước hạn. So với tiết kiệm bằng sổ tiết kiệm, tiền gửi có kỳ hạn mệnh giá nhỏ (tiền gửi dưới 100.000 đô la) có tính thanh khoản thấp hơn đối với người gửi tiền, kiếm được lãi suất cao hơn và là một nguồn vốn tốn kém hơn cho các ngân hàng.

Tiền gửi có kỳ hạn (CD-Certificate of Deposit) mệnh giá lớn có giá trị từ 100.000 đô la trở lên và thường được các công ty hoặc các ngân hàng khác mua. CD mệnh giá lớn có thể chuyển nhượng; giống trái phiếu, chúng có thể được bán lại trên thị trường thứ cấp trước khi đáo hạn. Vì lý do này, CD có thể chuyển nhượng được các công ty, quỹ tương hỗ thị trường tiền tệ và các định chế tài chính khác nắm giữ làm tài sản thay thế cho tín phiếu Kho bạc và trái phiếu ngắn hạn khác. Kể từ năm 1961, khi chúng mới xuất hiện, CD có thể chuyển nhượng đã trở thành một nguồn quỹ ngân hàng quan trọng (10% trong Bảng 1).

Các khoản vay Các ngân hàng cũng huy động quỹ bằng cách vay từ Hệ thống Dự trữ Liên bang, các ngân hàng trong hệ thống Cho vay Mua nhà Liên bang, các ngân hàng khác và các công ty. Các khoản vay từ Fed được gọi là **vay chiết khấu** (còn được gọi là *ứng trước*). Các ngân hàng cũng vay dự trữ qua đêm trên thị trường quỹ liên bang từ các ngân hàng và định chế tài chính khác của Hoa Kỳ. Các ngân hàng vay quỹ qua đêm để có đủ tiền gửi tại Cục Dự trữ Liên bang nhằm đáp ứng số tiền mà Fed yêu cầu. (Cái tên *quỹ liên bang* hơi khó hiểu, vì những khoản vay này không phải do chính phủ liên bang hoặc Cục Dự trữ Liên bang thực hiện, mà là bởi các ngân hàng cho nhau vay.) Các nguồn quỹ vay khác là các khoản vay do công ty mẹ của họ (các công ty mẹ sở hữu ngân hàng) cho vay, các thỏa thuận vay với các công ty (chẳng hạn như các thỏa thuận mua lại), và các khoản vay bằng Eurodollar (tiền gửi bằng đô la Mỹ tại các ngân hàng nước ngoài hoặc chi nhánh nước ngoài của các ngân hàng Hoa Kỳ). Dần dần, các khoản vay đã trở thành một nguồn quỹ quan trọng hơn cho ngân hàng: Năm 1960, chúng chỉ chiếm 2% nợ phải trả ngân hàng; hiện tại, chúng chiếm 17% nợ phải trả ngân hàng.

Vốn ngân hàng Hạng mục cuối cùng ở bên phải của bảng cân đối kế toán là vốn ngân hàng*, hay giá trị ròng của ngân hàng, bằng chênh lệch giữa tổng tài sản và nợ phải trả (11% tổng tài sản ngân hàng trong Bảng 1). Vốn ngân hàng được tăng lên bằng cách bán vốn cổ phần mới (cổ phiếu) hoặc từ lợi nhuận giữ lại. Vốn của ngân hàng là tấm đệm chống lại sự sụt giảm giá trị tài sản của ngân hàng, có thể khiến ngân hàng rơi vào tình trạng mất khả năng thanh toán xảy ra khi nợ phải trả vượt quá tài sản, nghĩa là ngân hàng có thể bị buộc phải giải thể.

*Tác giả để vốn ngân hàng trong phần Nợ phải trả của ngân hàng (xem bảng 1), tuy nhiên đây không phải là tập quán chung, ví dụ như ở Việt Nam, hạng mục Vốn chủ sở hữu của ngân hàng nằm độc lập với phần Nợ phải trả, dù cùng ở một phía của bảng cân đối kế toán.

Tài sản

Một ngân hàng sử dụng các khoản quỹ có được từ việc phát hành nợ phải trả để mua các tài sản tạo ra thu nhập. Do đó, tài sản ngân hàng được gọi một cách tự nhiên là sử dụng quỹ và các khoản thanh toán lãi thu được từ chúng giúp ngân hàng tạo ra lợi nhuận.

Dự trữ Tất cả các ngân hàng giữ một phần quỹ mà họ huy động từ tiền gửi trong một tài khoản tại Fed. **Dự trữ** bao gồm số tiền gửi này cộng với tiền giấy do ngân hàng lưu trữ (được gọi là **tiền mặt lưu kho** vì nó được lưu trữ trong kho tiền ngân hàng qua đêm). Mặc dù dự trữ có lãi suất thấp, các ngân hàng giữ chúng vì hai lý do. Đầu tiên, một số khoản dự trữ, được gọi là **dự trữ bắt buộc**, được giữ lại do yêu cầu dự trữ, quy định rằng đối với mỗi đô la tiền gửi giao dịch tại ngân hàng, một phần nhất định (ví dụ như 10 cents) phải được giữ làm dự trữ. Tỷ lệ này (trong ví dụ của chúng ta là 10%) được gọi là tỷ lệ dự trữ bắt buộc. Các ngân hàng giữ thêm một lượng dự trữ bổ sung, được gọi là **dự trữ vượt mức**, bởi vì chúng có tính thanh khoản cao nhất trong tài sản của ngân hàng và ngân hàng có thể sử dụng chúng để đáp ứng các nghĩa vụ của mình khi quỹ bị thất thoát, trực tiếp bởi người gửi tiền hoặc gián tiếp khi séc được viết ra.

Tiền Mặt Đang Thu Giả sử một tấm séc được viết từ một tài khoản tại một ngân hàng khác được gửi vào ngân hàng của bạn và số quỹ của tấm séc này vẫn chưa nhận (thu) được từ ngân hàng kia. Tấm séc này được xếp vào loại "tiền mặt đang thu" và là một tài sản cho ngân hàng của bạn vì nó là một quyền thu hồi quỹ từ ngân hàng khác trong vòng vài ngày tới.

Tiền gửi tại các ngân hàng khác Nhiều ngân hàng nhỏ giữ tiền gửi tại các ngân hàng lớn hơn để đổi lấy nhiều dịch vụ khác nhau, bao gồm thu séc, giao dịch ngoại hối và trợ giúp mua chứng khoán. Đây là một ví dụ của một hệ thống được gọi là *ngân hàng đại lý*.

Các khoản tiền mặt đang trong quá trình thu và gửi tại các ngân hàng khác được gọi chung là các khoản tiền mặt. Có thể thấy trong Bảng 1, trong tháng 6/2017, dự trữ và các khoản tiền mặt chiếm 14% tổng tài sản.

Chứng khoán Chứng khoán ngân hàng nắm giữ là một tài sản tạo thu nhập quan trọng: Chứng khoán (với ngân hàng thương mại tất cả đều là các chứng khoán nợ, vì các ngân hàng Hoa Kỳ không được phép nắm giữ cổ phiếu) chiếm 21% tài sản ngân hàng trong Bảng 1, và chúng cung cấp khoảng 10% doanh thu của ngân hàng thương mại. Các chứng khoán này có thể được phân thành ba loại: chứng khoán của chính phủ và cơ quan chính phủ Hoa Kỳ, chứng khoán của chính quyền bang và địa phương, và các chứng khoán khác. Chứng khoán của chính phủ và cơ quan chính phủ Hoa Kỳ có tính thanh khoản cao nhất vì chúng có thể dễ dàng giao dịch và chuyển đổi thành tiền mặt với chi phí giao dịch thấp. Do tính thanh khoản cao, chứng khoán chính phủ Hoa Kỳ ngắn hạn được gọi là **dự trữ thứ cấp**.

Các ngân hàng nắm giữ chứng khoán chính quyền của bang và địa phương bởi vì chính quyền bang và địa phương sẽ muốn hợp tác hơn với các ngân hàng nắm giữ chứng khoán của họ. Chứng khoán chính quyền của bang và địa phương và các chứng khoán khác đều có khả năng giao dịch kém hơn (ít thanh khoản hơn) và rủi ro hơn so với chứng khoán của chính phủ Hoa Kỳ, chủ yếu là do rủi ro vỡ nợ: Có xác suất nhỏ là người phát hành không thể thanh toán lãi suất hoặc trả lại mệnh giá của chứng khoán khi đến hạn.

Cho vay Các ngân hàng kiếm lợi nhuận chủ yếu bằng các khoản cho vay. Trong Bảng 1, khoảng 57% tài sản của ngân hàng đến từ cho vay, và trong những năm gần đây, các khoản cho vay thường tạo ra hơn một nửa doanh thu của ngân hàng. Cho vay là một khoản nợ phải trả đối với cá nhân hoặc công ty nhận khoản vay đó nhưng là một tài sản đối với ngân hàng, vì nó tạo thu nhập cho ngân hàng. Cho vay thường kém thanh khoản hơn các tài sản khác vì chúng không thể chuyển thành tiền mặt cho đến khi khoản vay đáo hạn. Ví dụ, nếu một ngân hàng cho vay một năm, thì ngân hàng đó không thể lấy lại tiền của mình cho đến khi khoản vay đến hạn sau một năm. Cho vay cũng có xác suất vỡ nợ cao hơn các tài sản khác. Do thiếu thanh khoản và rủi ro vỡ nợ cao hơn nên ngân hàng thu được lợi nhuận cao nhất từ các khoản cho vay.

Bảng 1 cho thấy các loại hình cho vay lớn nhất của các ngân hàng thương mại là cho vay thương mại và công nghiệp dành cho các doanh nghiệp và cho vay bất động sản. Các ngân hàng thương mại cũng thực hiện cho vay tiêu dùng và cho vay lẫn nhau. Phần lớn các khoản vay liên ngân hàng là các khoản vay qua đêm trên thị trường quỹ liên bang. Sự khác biệt chính trong bảng cân đối kế toán của các loại định chế tiền gửi khác nhau chủ yếu nằm ở loại hình vay mà họ chuyên biệt hóa. Ví dụ, các quỹ tiết kiệm và cho vay và các ngân hàng tiết kiệm tương hỗ chuyên về thế chấp nhà ở, trong khi các liên hiệp tín dụng có xu hướng cho vay tiêu dùng.

Các tài sản khác Vốn hữu hình (tòa nhà ngân hàng, máy tính và các thiết bị khác) mà ngân hàng sở hữu thuộc nhóm các tài sản khác.

CƠ BẢN VỀ NGHIỆP VỤ NGÂN HÀNG

Trước khi tìm hiểu chi tiết hơn về cách một ngân hàng quản lý tài sản và nợ phải trả để tạo ra lợi nhuận cao nhất, bạn cần hiểu về hoạt động cơ bản của một ngân hàng.

Nói chung, các ngân hàng kiếm lợi nhuận bằng cách bán các khoản nợ phải trả với một nhóm đặc điểm (là sự kết hợp giữa tính thanh khoản, rủi ro, quy mô và lợi suất) và sử dụng tiền thu được để mua các tài sản có một nhóm đặc điểm khác. Quá trình này thường được gọi là **chuyển đổi tài sản**. Ví dụ, một khoản tiền gửi tiết kiệm không kỳ hạn của một cá nhân có thể cung cấp nguồn quỹ cho phép ngân hàng thực hiện một khoản vay thế chấp cho một cá nhân khác. Trên thực tế, ngân hàng đã chuyển tiền gửi tiết kiệm không kỳ hạn (một tài sản do người gửi tiền nắm giữ) thành một khoản vay thế chấp (một tài sản do ngân hàng nắm giữ). Một cách khác để mô tả quá trình chuyển đổi tài sản này là ngân hàng "vay ngắn và cho vay dài" bởi vì họ thực hiện các khoản cho vay dài hạn và tạo quỹ cho chúng bằng cách phát hành các khoản tiền gửi ngắn hạn.

Quá trình chuyển đổi tài sản và cung cấp một loạt dịch vụ (thanh toán bù trừ séc, lưu trữ hồ sơ, phân tích tín dụng, v.v.) giống như bất kỳ quy trình sản xuất nào khác trong một công ty. Nếu ngân hàng sản xuất các dịch vụ hấp dẫn với chi phí thấp và kiếm được thu nhập đáng kể từ tài sản của mình, thì ngân hàng đó sẽ kiếm được lợi nhuận; nếu không, ngân hàng sẽ bị lỗ.

Để phân tích hoạt động của một ngân hàng cụ thể hơn, chúng ta sử dụng một công cụ gọi là **tài khoản T**. Tài khoản T là một bảng cân đối đơn giản hóa ở dạng chữ T, với các dòng chỉ liệt kê những thay đổi xảy ra trong các mục của bảng cân đối kế toán khởi đầu từ một số tình trạng ban đầu của bảng cân đối kế toán. Giả sử rằng Jane Brown đã nghe nói rằng First National Bank cung cấp dịch vụ rất tốt, vì vậy cô ấy mở tài khoản séc với hóa đơn 100 đô la. Bây giờ cô ấy có một khoản tiền gửi giao dịch 100 đô la tại ngân hàng, nó sẽ là khoản nợ phải trả 100 đô la trên bảng cân đối kế toán của ngân hàng. Ngân hàng cất tờ 100 đô la của cô ấy vào kho tiền nên tài sản của ngân hàng tăng lên bằng mức tăng 100 đô la của tiền mặt trong kho tiền. Tài khoản T của ngân hàng lúc này như sau:

First National Bank

Tài sản có		Tài sản nợ	
Tiền mặt lưu kho	+$100	Tiền gửi giao dịch	+$100

Bởi vì tiền mặt lưu kho cũng là một phần dự trữ của ngân hàng, chúng ta có thể viết lại tài khoản T như sau:

Tài sản có		Tài sản nợ	
Dự trữ	+$ 100	Tiền gửi giao dịch	+$ 100

Lưu ý rằng việc Jane Brown mở tài khoản séc dẫn đến ***sự gia tăng dự trữ của ngân hàng bằng với sự gia tăng tiền gửi giao dịch.***

Nếu Jane đã mở tài khoản của mình với một tờ séc 100 đô la được viết trên một tài khoản ở một ngân hàng khác, chẳng hạn như Second National Bank, chúng ta sẽ nhận được kết quả tương tự. Tác động ban đầu lên tài khoản T của First National Bank sẽ như sau:

Tài sản có		Tài sản nợ	
Tiền mặt đang thu	+$ 100	Tiền gửi giao dịch	+$ 100

Tiền gửi giao dịch tăng 100 đô la so với trước đây, nhưng bây giờ First National Bank cần đòi nợ Second National Bank 100 đô la. First National Bank ghi nhận tài sản này trên tài khoản T dưới dạng 100 đô la tiền mặt đang thu vì First National Bank sẽ phải thu lượng quỹ mà họ chưa đòi về. Họ có thể trực tiếp đến Second National Bank và yêu cầu thanh toán, nhưng nếu hai ngân hàng ở các bang riêng biệt, đó sẽ là một quá trình tốn thời gian và tốn kém. Thay vào đó, First National Bank gửi séc vào tài khoản của mình tại Fed, và Fed thu tiền từ Second National Bank. Kết quả ròng là Fed chuyển 100 đô la dự trữ từ Second National Bank sang First National Bank, và bảng cân đối cuối cùng của hai ngân hàng như sau:

First National Bank				Second National Bank			
Tài sản có		Tài sản nợ		Tài sản có		Tài sản nợ	
Dự trữ	+$ 100	Tiền gửi giao dịch	+$ 100	Dự trữ	–$ 100	Tiền gửi giao dịch	–$ 100

Quá trình bắt đầu từ Jane Brown có thể được tóm tắt như sau: Khi một tờ séc được viết từ một tài khoản tại một ngân hàng được gửi vào một ngân hàng khác, ngân hàng nhận khoản tiền gửi này sẽ có thêm số tiền dự trữ bằng số tiền của séc, trong khi ngân hàng có séc được viết ra sẽ giảm cùng một lượng dự trữ. Do đó, ***khi một ngân hàng nhận thêm tiền gửi, họ sẽ thu được một lượng dự trữ tương đương; khi họ mất tiền gửi, họ sẽ mất đi một lượng dự trữ tương đương.***

Khi đã hiểu cơ chế các ngân hàng gia tăng và giảm bớt dự trữ, ta có thể tìm hiểu cách một ngân hàng sắp xếp lại bảng cân đối kế toán để tạo ra lợi nhuận khi ngân hàng có sự thay đổi trong tiền gửi của mình. Hãy quay trở lại tình huống mà First National Bank vừa

nhận được thêm 100 đô la tiền gửi giao dịch. Như ta biết, ngân hàng có nghĩa vụ giữ một tỷ lệ tiền gửi giao dịch nhất định làm dự trữ bắt buộc. Nếu tỷ lệ đó (tỷ lệ dự trữ bắt buộc) là 10%, thì dự trữ bắt buộc của First National Bank tăng thêm 10 đô la và chúng ta có thể viết lại tài khoản T của họ như sau:

Tài sản có		Tài sản nợ	
Dự trữ bắt buộc	+$ 10	Tiền gửi giao dịch	+$ 100
Dự trữ vượt mức	+$ 90		

Hãy xem ngân hàng có thể làm gì khi có thêm các khoản tiền gửi giao dịch. Việc cung cấp dịch vụ cho 100 đô la tiền gửi giao dịch là rất tốn kém, vì ngân hàng phải lưu giữ hồ sơ, trả tiền cho giao dịch viên, chi trả cho việc thanh toán bù trừ séc, v.v. Vì dự trữ trả lãi thấp nên ngân hàng đang lỗ! Tình hình thậm chí còn tồi tệ hơn nếu ngân hàng trả lãi cho các khoản tiền gửi, như với tài khoản NOW. Để tạo ra lợi nhuận, ngân hàng phải sử dụng có hiệu quả toàn bộ hoặc một phần 90 đô la dự trữ vượt mức mà ngân hàng có sẵn. Một cách để làm điều này là đầu tư vào chứng khoán. Cách thứ hai là cho vay; như chúng ta đã thấy, các khoản cho vay chiếm khoảng 50% tổng giá trị tài sản (sử dụng quỹ) của ngân hàng. Bởi vì người cho vay phải đối mặt với các vấn đề lựa chọn bất lợi và rủi ro đạo đức (đã thảo luận trong Chương 8), các ngân hàng phải tìm cách giảm tần suất và mức độ nghiêm trọng của những vấn đề này. Các nhân viên cho vay của ngân hàng đánh giá những người vay tiềm năng bằng cách sử dụng "mô hình 5C"* — đặc điểm, năng lực (khả năng trả nợ), tài sản thế chấp, điều kiện (tại nền kinh tế địa phương và quốc gia) và vốn (giá trị ròng) — trước khi họ đồng ý cho vay. (Thảo luận chi tiết hơn về các phương pháp ngân hàng sử dụng để giảm rủi ro khi cho vay sẽ được trình bày ở phần sau của chương này).

*Mô hình 5C trong tiếng Anh lần lượt là *Character*, *Capacity*, *Collateral*, *Conditions* và *Capital*.

Giả sử rằng First National Bank chọn không giữ bất kỳ khoản dự trữ vượt mức nào mà thay vào đó sẽ cho vay. Tài khoản T sau đó sẽ như sau:

First National Bank

Tài sản có		Tài sản nợ	
Dự trữ bắt buộc	+$ 10	Tiền gửi giao dịch	+$ 100
Cho vay	+$ 90		

Ngân hàng giờ đang tạo ra lợi nhuận vì họ nắm giữ các khoản nợ ngắn hạn, chẳng hạn như tiền gửi giao dịch, và sử dụng quỹ thu được để tài trợ cho các tài sản dài hạn hơn, chẳng hạn như cho vay với lãi suất cao hơn. Như đã đề cập trước đó, quá trình chuyển đổi tài sản này thường được mô tả ngắn gọn rằng các ngân hàng đang "vay ngắn và cho vay dài". Ví dụ, nếu các khoản vay có lãi suất 10% mỗi năm, ngân hàng kiếm được 9 đô la thu nhập từ các khoản cho vay của mình trong năm. Nếu 100 đô la tiền gửi giao dịch được nằm trong tài khoản NOW với lãi suất 5% và phải tốn thêm 3 đô la mỗi năm để sử dụng tài khoản, chi phí mỗi năm của những khoản tiền gửi này là 8 đô la. Lợi nhuận của ngân hàng trên các khoản tiền gửi mới sau đó là 1 đô la mỗi năm, cộng với bất kỳ khoản lãi nào ngân hàng kiếm được từ dự trữ bắt buộc.

NGUYÊN TẮC CHUNG CỦA QUẢN TRỊ NGÂN HÀNG

Bây giờ bạn đã có một số ý tưởng về cách ngân hàng hoạt động, hãy xem cách một ngân hàng quản lý tài sản và nợ của mình để kiếm được lợi nhuận cao nhất có thể. Nhà quản lý ngân hàng có bốn mối quan tâm chính. Đầu tiên là đảm bảo rằng ngân hàng có đủ tiền mặt sẵn sàng để trả cho người gửi tiền khi có **thất thoát tiền gửi**— nghĩa là khi tiền gửi bị mất đi do người gửi rút tiền và yêu cầu thanh toán. Để giữ đủ tiền mặt, ngân hàng phải **quản lý thanh khoản**, mua các tài sản đủ thanh khoản để đáp ứng các nghĩa vụ của ngân hàng đối với người gửi tiền. Thứ hai, nhà quản lý ngân hàng phải giữ mức độ rủi ro thấp ở mức chấp nhận được bằng cách mua các tài sản có tỷ lệ vỡ nợ thấp và bằng cách đa dạng hóa tài sản nắm giữ (**quản lý tài sản**). Mối quan tâm thứ ba của nhà quản lý là thu hút quỹ với chi phí thấp (**quản lý nợ phải trả**). Cuối cùng, người quản lý phải quyết định số vốn ngân hàng cần và sau đó thu hút lượng vốn cần thiết (**quản lý an toàn vốn**).

Để hiểu đầy đủ về quản lý ngân hàng (và các định chế tài chính khác), chúng ta phải nhìn xa hơn các nguyên tắc chung về quản lý tài sản và nợ ngân hàng được mô tả dưới đây, và cần tìm hiểu chi tiết hơn về cách một định chế tài chính quản lý tài sản của mình. Hai phần sau sẽ thảo luận sâu hơn về cách một định chế tài chính quản lý **rủi ro tín dụng**, là rủi ro phát sinh do người đi vay có thể vỡ nợ và cách quản lý **rủi ro lãi suất**, là rủi ro do thay đổi lãi suất gây ra đối với thu nhập và lợi nhuận của ngân hàng.

Quản lý thanh khoản và vai trò của dự trữ

Chúng ta cùng xem cách một ngân hàng điển hình, First National Bank, đối phó với thất thoát tiền gửi khi người gửi tiền của họ rút tiền mặt từ tài khoản giao dịch, tài khoản tiết kiệm không kỳ hạn hoặc viết séc gửi vào các ngân hàng khác. Trong ví dụ dưới đây, ta giả định rằng ngân hàng có dự trữ vượt mức dồi dào và tất cả các khoản tiền gửi đều có cùng tỷ lệ dự trữ bắt buộc là 10% (ngân hàng phải giữ 10% tiền gửi làm dự trữ). Giả sử rằng bảng cân đối ban đầu của First National Bank như sau:

Tài sản có		Tài sản nợ	
Dự trữ	$ 20 triệu	Tiền gửi	$ 100 triệu
Cho vay	$ 80 triệu	Vốn ngân hàng	$ 10 triệu
Chứng khoán	$ 10 triệu		

Dự trữ bắt buộc của ngân hàng là 10% của 100 triệu đô la, bằng 10 triệu đô la. Giả sử First National Bank có 20 triệu đô la dự trữ, thì dự trữ vượt mức của ngân hàng này là 10 triệu đô la.

Nếu một khoản tiền gửi 10 triệu đô la bị thất thoát, bảng cân đối của ngân hàng sẽ trở thành

Tài sản có		Tài sản nợ	
Dự trữ	$ 10 triệu	Tiền gửi	$ 90 triệu
Cho vay	$ 80 triệu	Vốn ngân hàng	$ 10 triệu
Chứng khoán	$ 10 triệu		

Ngân hàng mất 10 triệu đô la tiền gửi và 10 triệu đô la dự trữ, nhưng vì dự trữ bắt buộc của họ hiện chỉ là 10% của 90 triệu đô la (tức là 9 triệu đô la), nên dự trữ của họ vẫn vượt con số này 1 triệu đô la. Nói tóm lại, ***nếu một ngân hàng có lượng dự trữ vượt mức dồi dào, thì thất thoát tiền gửi không đòi hỏi phải có thay đổi trong các phần khác của bảng cân đối kế toán.***

Tình hình hoàn toàn khác khi một ngân hàng giữ không đủ dự trữ vượt mức. Giả sử rằng thay vì giữ 10 triệu đô la dự trữ vượt mức ban đầu, First National Bank cho vay hết 10 triệu đô la, làm ngân hàng này không có dự trữ vượt mức. Bảng cân đối kế toán ban đầu của họ sau đó sẽ là

Tài sản có		Tài sản nợ	
Dự trữ	$ 10 triệu	Tiền gửi	$ 100 triệu
Cho vay	$ 90 triệu	Vốn ngân hàng	$ 10 triệu
Chứng khoán	$ 10 triệu		

Nếu một khoản tiền gửi 10 triệu đô la bị thất thoát, bảng cân đối của ngân hàng sẽ trở thành

Tài sản có		Tài sản nợ	
Dự trữ	$ 0	Tiền gửi	$90 triệu
Cho vay	$90 triệu	Vốn ngân hàng	$10 triệu
Chứng khoán	$10 triệu		

Sau khi 10 triệu đô la đã bị rút khỏi tiền gửi và cả dự trữ, ngân hàng gặp vấn đề: Họ bắt buộc phải dự trữ 10% của 90 triệu đô la, hay 9 triệu đô la, nhưng giờ lại không có dự trữ! Để xử lý sự thiếu hụt này, ngân hàng có bốn phương án cơ bản. Một lựa chọn để có được lượng dự trữ cần thiết là vay từ các ngân hàng khác trên thị trường quỹ liên bang, hoặc vay từ các công ty.[1] Nếu First National Bank có được khoản dự trữ thiếu hụt 9 triệu đô la bằng cách vay từ các ngân hàng khác hoặc các doanh nghiệp, bảng cân đối kế toán của họ trở thành

Tài sản có		Tài sản nợ	
Dự trữ	$ 9 triệu	Tiền gửi	$ 90 triệu
Cho vay	$ 90 triệu	Vay từ ngân hàng khác hoặc doanh nghiệp	$ 9 triệu
Chứng khoán	$ 10 triệu	Vốn ngân hàng	$ 10 triệu

[1]First National Bank có thể vay từ các ngân hàng và công ty bằng cách bán chứng chỉ tiền gửi có thể chuyển nhượng. Phương pháp gây quỹ này được thảo luận trong phần về quản lý nợ.

Chi phí của việc làm này là lãi suất của các khoản vay tương ứng, chẳng hạn như lãi suất quỹ liên bang.

Giải pháp thay thế thứ hai là ngân hàng bán một số chứng khoán của mình để giúp trang trải dòng tiền gửi. Ví dụ: họ có thể bán 9 triệu đô la chứng khoán của mình và gửi số tiền thu được vào Fed, dẫn đến bảng cân đối sau:

Tài sản có		Tài sản nợ	
Dự trữ	\$ 9 triệu	Tiền gửi	\$ 90 triệu
Cho vay	\$ 90 triệu	Vốn ngân hàng	\$ 10 triệu
Chứng khoán	\$ 1 triệu		

Ngân hàng phải chịu một số chi phí môi giới và giao dịch khác khi bán các chứng khoán này. Các chứng khoán của chính phủ Mỹ được xếp vào nhóm dự trữ thứ cấp có tính thanh khoản rất cao, do đó chi phí giao dịch khi bán chúng là khá khiêm tốn. Tuy nhiên, các chứng khoán khác mà ngân hàng nắm giữ có tính thanh khoản kém hơn và chi phí giao dịch có thể cao hơn đáng kể.

Ngân hàng có lựa chọn thứ ba để đáp ứng dòng tiền gửi ra: Họ có thể vay từ Fed. Trong ví dụ của chúng ta, First National Bank có thể giữ nguyên các khoản chứng khoán và cho vay, và vay chiết khấu 9 triệu đô la từ Fed. Bảng cân đối kế toán lúc này sẽ là

Tài sản có		Tài sản nợ	
Dự trữ	\$ 9 triệu	Tiền gửi	\$ 90 triệu
Cho vay	\$ 90 triệu	Vay từ Fed	\$ 9 triệu
Chứng khoán	\$ 10 triệu	Vốn ngân hàng	\$ 10 triệu

Chi phí liên quan đến các khoản vay chiết khấu là lãi suất phải trả cho Fed (gọi là **lãi suất chiết khấu***).

* Ở Việt Nam chúng ta gọi lãi suất này là lãi suất tái chiết khấu, tuy nhiên theo đúng nguyên nghĩa tiếng Anh thì nó chỉ là lãi suất chiết khấu. Thực ra từ tái chiết khấu hay hơn và đúng bản chất hơn so với lãi suất chiết khấu.

Phương án cuối cùng, ngân hàng có thể có được 9 triệu đô la dự trữ để đáp ứng thất thoát tiền gửi bằng cách giảm các khoản cho vay của mình và gửi 9 triệu đô la mà ngân hàng nhận được vào Fed, do đó tăng dự trữ của ngân hàng thêm 9 triệu đô la. Giao dịch này thay đổi bảng cân đối kế toán như sau:

Tài sản có		Tài sản nợ	
Dự trữ	\$ 9 triệu	Tiền gửi	\$ 90 triệu
Cho vay	\$ 81 triệu	Vốn ngân hàng	\$ 10 triệu
Chứng khoán	\$ 10 triệu		

First National Bank lại có thể vận hành bình thường vì khoản dự trữ 9 triệu đô la của họ đáp ứng yêu cầu dự trữ.

Tuy nhiên, đây là cách tốn kém nhất để đảm bảo dự trữ khi có thất thoát tiền gửi. Nếu First National Bank có nhiều khoản vay ngắn hạn được gia hạn với chu kỳ tương đối

ngắn, họ có thể giảm tổng dư nợ của mình khá nhanh bằng cách triệu hồi các khoản vay — nghĩa là không gia hạn một số khoản vay khi đến hạn. Tuy nhiên, điều này có thể gây phản cảm đối với những khách hàng không được gia hạn khoản vay vì họ đã không làm gì để đáng bị đối xử như vậy. Trong tương lai, họ có khả năng sẽ chọn ngân hàng khác, đây là một hậu quả rất tốn kém cho ngân hàng.

Phương pháp thứ hai để giảm các khoản cho vay là ngân hàng bán chúng cho các ngân hàng khác. Việc này cũng lại rất tốn kém vì các ngân hàng khác không biết các khoản vay này rủi ro như thế nào và do đó có thể không sẵn sàng mua các khoản vay bằng với giá trị đầy đủ của chúng. (Đây là một ví dụ của vấn đề những quả chanh được mô tả trong Chương 8.)

Thảo luận ở trên giải thích lý do tại sao các ngân hàng giữ dự trữ vượt mức mặc dù các khoản cho vay hoặc chứng khoán thu được lợi nhuận cao hơn. Khi có dòng tiền gửi bị thất thoát, dự trữ vượt mức cho phép ngân hàng tránh các chi phí (1) vay từ các ngân hàng khác hoặc doanh nghiệp, (2) bán chứng khoán, (3) vay từ Fed, hoặc (4) thu hồi hoặc bán bớt các khoản vay. ***Dự trữ vượt mức là khoản bảo hiểm trước các chi phí liên quan đến thất thoát tiền gửi.*** Chi phí này càng cao, ngân hàng càng muốn giữ lại nhiều khoản dự trữ vượt mức.

Cũng giống như bạn và tôi sẵn sàng trả tiền cho một công ty bảo hiểm để bảo vệ chúng ta trước một tổn thất như mất cắp xe hơi, một ngân hàng sẵn sàng trả chi phí cho việc giữ lại các khoản dự trữ vượt mức (chi phí cơ hội - tức là thu nhập bỏ qua bằng cách không nắm giữ các tài sản có thu nhập như các khoản cho vay hoặc chứng khoán) để đảm bảo chống lại tổn thất do dòng tiền gửi ra. Bởi vì, giống như bảo hiểm dự trữ vượt mức làm phát sinh một chi phí, các ngân hàng cũng thực hiện các bước khác để tự bảo vệ mình; ví dụ, họ có thể chuyển việc nắm giữ tài sản của mình sang các chứng khoán có tính thanh khoản cao hơn (dự trữ thứ cấp).

Quản lý tài sản

Khi đã hiểu tại sao phải đảm bảo thanh khoản của một ngân hàng, chúng ta tìm hiểu những chiến lược cơ bản mà một ngân hàng sử dụng để quản lý tài sản. Để tối đa hóa lợi nhuận của mình, ngân hàng phải đồng thời tìm kiếm lợi nhuận cao nhất có thể từ các khoản cho vay và chứng khoán, giảm thiểu rủi ro, và trích lập dự phòng thanh khoản đầy đủ bằng cách nắm giữ các tài sản lưu động. Các ngân hàng cố gắng hoàn thành ba mục tiêu này bằng bốn cách thức cơ bản.

Đầu tiên, các ngân hàng cố gắng tìm những người đi vay trả lãi suất cao và có khả năng vỡ nợ thấp. Họ tìm kiếm khách hàng bằng cách quảng cáo lãi suất cho vay của mình và bằng cách tiếp cận trực tiếp các công ty để chào bán các khoản vay. Nhân viên tín dụng của ngân hàng quyết định xem liệu những người đi vay tiềm năng nào là khách hàng tốt, là những người sẽ trả lãi và gốc đúng hạn (tức là, các ngân hàng sàng lọc để giảm lựa chọn bất lợi). Thông thường các ngân hàng tương đối thận trọng trong chính sách cho vay; tỷ lệ vỡ nợ thường nhỏ hơn 1%. Tuy nhiên, điều quan trọng là các ngân hàng không nên dè dặt đến mức bỏ lỡ cơ hội cho vay hấp dẫn lãi suất cao.

Thứ hai, các ngân hàng cố gắng mua chứng khoán với lợi nhuận cao và rủi ro thấp.

Thứ ba, trong quản lý tài sản của mình, các ngân hàng phải cố gắng giảm thiểu rủi ro bằng cách đa dạng hóa. Họ thực hiện điều này bằng cách mua nhiều loại tài sản khác nhau (ngắn hạn và dài hạn, Kho bạc Hoa Kỳ, và trái phiếu địa phương) và cấp nhiều loại tín dụng cho nhiều khách hàng. Các ngân hàng không đa dạng hóa đầy đủ sau đó thường phải hối tiếc. Ví dụ, các ngân hàng quá chuyên môn hóa trong tín dụng cho nhóm các công ty năng lượng, bất động sản hoặc nông dân đã phải chịu những tổn thất lớn trong những năm 1980 do giá năng lượng, bất động sản và nông sản lao dốc. Nhiều ngân hàng trong số này đã phá sản vì họ đã "bỏ quá nhiều trứng vào một giỏ".

Cuối cùng, ngân hàng phải quản lý tính thanh khoản của tài sản để có thể đáp ứng dòng tiền gửi ra và vẫn đáp ứng được yêu cầu dự trữ mà không phải chịu chi phí lớn. Điều này có nghĩa là ngân hàng phải giữ chứng khoán thanh khoản ngay cả khi chúng kiếm

được lợi nhuận thấp hơn một chút so với các tài sản khác. Ví dụ, ngân hàng phải quyết định lượng dự trữ vượt mức để tránh các chi phí liên quan đến thất thoát tiền gửi. Ngoài ra, ngân hàng có thể nắm giữ chứng khoán của chính phủ Hoa Kỳ làm nguồn dự trữ thứ cấp để ngay cả khi dòng tiền gửi bị thất thoát làm phát sinh một số chi phí, thì những chi phí này sẽ không cao một cách tồi tệ. Một lần nữa, một ngân hàng quá bảo thủ không phải là lựa chọn hay. Nếu tránh mọi chi phí liên quan đến dòng tiền gửi bằng cách chỉ nắm giữ dự trữ vượt mức, thì ngân hàng sẽ bị thua lỗ, vì dự trữ kiếm được lãi suất thấp, trong khi việc duy trì các khoản nợ phải trả của ngân hàng lại tốn kém. Ngân hàng phải cân bằng giữa nhu cầu thanh khoản với lợi ích của việc tăng thu nhập từ các tài sản kém thanh khoản hơn, chẳng hạn như các khoản cho vay.

Quản lý nợ phải trả

Trước những năm 1960, quản lý nợ phải trả là một công việc tương đối khuôn mẫu: Phần lớn, các ngân hàng coi các khoản nợ của họ là cố định và dành thời gian để cố gắng đạt được sự kết hợp tối ưu của các loại tài sản. Có hai lý do chính cho việc chú trọng quản lý tài sản. Thứ nhất, hơn 60% quỹ ngân hàng có được thông qua tiền gửi giao dịch (không kỳ hạn) mà theo luật không thể trả bất kỳ khoản lãi nào. Do đó, các ngân hàng không thể cạnh tranh với nhau bằng cách trả lãi cho các khoản tiền gửi này, và do đó đối với một ngân hàng lượng tiền gửi này thực tế là đã cho sẵn. Thứ hai, do thị trường cho vay qua đêm giữa các ngân hàng chưa phát triển tốt nên các ngân hàng hiếm khi vay từ các ngân hàng khác để đáp ứng nhu cầu dự trữ của họ.

Tuy nhiên, bắt đầu từ những năm 1960, các ngân hàng lớn (được gọi là **ngân hàng trung tâm tiền tệ**) ở các trung tâm tài chính quan trọng, chẳng hạn như New York, Chicago và San Francisco, bắt đầu tìm ra những cách thức để các khoản nợ phải trả có thể tạo ra dự trữ và thanh khoản. Động thái này dẫn đến việc mở rộng thị trường cho vay qua đêm, chẳng hạn như thị trường quỹ liên bang và sự phát triển của các công cụ tài chính mới, chẳng hạn như CD có thể chuyển nhượng (được phát triển lần đầu vào năm 1961), cho phép các ngân hàng trung tâm tiền tệ thu hút quỹ nhanh chóng.[2]

Sự linh hoạt mới này trong quản lý nợ phải trả có nghĩa là các ngân hàng có một cách tiếp cận khác trong quản lý ngân hàng. Các khoản tiền gửi giao dịch không còn là nguồn quỹ chính của ngân hàng và kết quả là ngân hàng không còn coi các nguồn quỹ (nợ phải trả) của họ là cho sẵn. Thay vào đó, họ quyết liệt đặt ra các mục tiêu cho tăng trưởng tài sản của mình và cố gắng huy động quỹ (bằng cách phát hành các khoản nợ) khi cần.

Ví dụ, ngày nay, khi một ngân hàng trung tâm tiền tệ tìm thấy một cơ hội cho vay hấp dẫn, họ có thể thu hút quỹ bằng cách bán ra một CD có thể chuyển nhượng. Hoặc, nếu thiếu hụt dự trữ, họ có thể vay từ một ngân hàng khác trên thị trường quỹ liên bang mà không phải chịu chi phí giao dịch cao. Thị trường quỹ liên bang cũng có thể được sử dụng để tài trợ cho các khoản vay. Do tầm quan trọng ngày càng tăng của quản lý nợ phải trả, hầu hết các ngân hàng hiện nay quản lý cả hai mặt của bảng cân đối kế toán trong một *ủy ban quản lý tài sản - nợ (ALM- asset–liability management)*.

Việc nhấn mạnh nhiều hơn vào quản lý nợ phải trả giải thích một số thay đổi quan trọng suốt ba thập kỷ qua trong thành phần bảng cân đối kế toán của các ngân hàng. Trong khi CD có thể chuyển nhượng và các khoản vay ngân hàng đã trở thành nguồn quỹ ngân hàng có tầm quan trọng tăng đáng kể trong những năm gần đây (tăng từ 2% nợ ngân hàng vào năm 1960 lên 27% vào giữa năm 2017), các khoản tiền gửi giao dịch đã giảm tầm quan trọng (từ 61% nợ ngân hàng năm 1960 lên 11% vào giữa năm 2017). Tính linh hoạt trong quản lý nợ phải trả và tìm kiếm lợi nhuận cao hơn cũng đã kích thích các ngân hàng tăng tỷ trọng tài sản được nắm giữ trong các khoản cho vay, mang lại thu nhập cao hơn (từ 46% tài sản ngân hàng năm 1960 lên 57% vào giữa năm 2017) so với các tài sản khác .

[2]Bởi vì các ngân hàng nhỏ không được biết tới rộng rãi như ngân hàng trung tâm tiền tệ và do đó có thể có rủi ro tín dụng cao hơn, họ gặp khó khăn hơn trong việc huy động vốn trên thị trường CD có thể chuyển nhượng. Do đó, họ gần như không tích

Quản lý an toàn vốn

Các ngân hàng phải đưa ra quyết định về lượng vốn mà họ cần nắm giữ vì ba lý do. Thứ nhất, vốn ngân hàng giúp ngăn ngừa khả năng phá sản, là tình huống mà ngân hàng không thể đáp ứng nghĩa vụ thanh toán cho người gửi tiền và các chủ nợ khác và do đó ngừng hoạt động. Thứ hai, lượng vốn nắm giữ ảnh hưởng đến lợi nhuận cho các chủ sở hữu (cổ đông) của ngân hàng. Thứ ba, lượng vốn ngân hàng tối thiểu (yêu cầu về vốn ngân hàng) được quy định bởi các cơ quan quản lý.

Vốn ngân hàng giúp ngăn ngừa phá sản ngân hàng như thế nào Chúng ta hãy xem xét hai ngân hàng có bảng cân đối kế toán giống hệt nhau, ngoại trừ High Capital Bank có tỷ lệ vốn trên tài sản là 10%, trong khi Low Capital Bank có tỷ lệ này là 4%.

High Capital Bank				Low Capital Bank			
Tài sản có		Tài sản nợ		Tài sản có		Tài sản nợ	
Dự trữ	$10 triệu	Tiền gửi	$ 90 triệu	Dự trữ	$ 10 triệu	Tiền gửi	$ 96 triệu
Cho vay	$90 triệu	Vốn ngân hàng	$ 10 triệu	Cho vay	$ 90 triệu	Vốn ngân hàng	$ 4 triệu

Giả sử cả hai ngân hàng bị cuốn vào sự hưng phấn của thị trường nhà ở, để rồi sau đó 5 triệu đô la cho vay mua nhà của họ đã trở nên vô giá trị. Khi các khoản nợ xấu này được xóa sổ (giá trị bằng 0), tổng giá trị tài sản giảm 5 triệu đô la. Do đó, vốn ngân hàng, bằng tổng tài sản trừ đi nợ phải trả, cũng giảm 5 triệu đô la. Bảng cân đối kế toán của hai ngân hàng hiện nay như sau:

High Capital Bank				Low Capital Bank			
Tài sản có		Tài sản nợ		Tài sản có		Tài sản nợ	
Dự trữ	$10 triệu	Tiền gửi	$ 90 triệu	Dự trữ	$ 10 triệu	Tiền gửi	$ 96 triệu
Cho vay	$85 triệu	Vốn ngân hàng	$ 5 triệu	Cho vay	$ 85 triệu	Vốn ngân hàng	–$ 1 triệu

High Capital Bank chịu được khoản lỗ 5 triệu đô la vì số vốn ban đầu là 10 triệu đô la có nghĩa là ngân hàng vẫn có giá trị ròng dương (vốn ngân hàng) là 5 triệu đô la sau khi thua lỗ. Tuy nhiên, Low Capital Bank đang gặp rắc rối lớn. Giá trị tài sản của họ đã giảm xuống dưới mức nợ phải trả và giá trị ròng của họ hiện là - 1 triệu đô la. Vì ngân hàng có giá trị ròng âm nên ngân hàng mất khả năng thanh toán: Ngân hàng không có đủ tài sản để thanh toán tất cả các khoản nợ phải trả của chủ sở hữu. Khi một ngân hàng mất khả năng thanh toán, các cơ quan quản lý của chính phủ đóng cửa ngân hàng, tài sản bị bán đi và các nhà quản lý của họ bị sa thải. Bởi vì các chủ sở hữu của Low Capital Bank thấy khoản đầu tư của họ bị tiêu biến, họ rõ ràng sẽ thích ngân hàng có một vùng đệm vốn ngân hàng đủ lớn để hấp thụ các khoản lỗ, như trường hợp của High Capital Bank. Do đó, chúng ta thấy một lý do quan trọng để ngân hàng duy trì đủ mức vốn: ***Ngân hàng duy trì vốn ngân hàng để giảm nguy cơ mất khả năng thanh toán.***

Lượng Vốn Ngân hàng ảnh hưởng như thế nào đến Lợi nhuận của Cổ đông Bởi vì chủ sở hữu của một ngân hàng phải biết liệu ngân hàng của họ có đang được quản lý

tốt hay không, họ cần có những thước đo tốt về khả năng sinh lợi của ngân hàng. Một thước đo cơ bản về khả năng sinh lợi của ngân hàng là **lợi suất trên tài sản (ROA)**, là lợi nhuận ròng sau thuế trên mỗi đô la tài sản:

$$\text{ROA} = \frac{\text{lợi nhuận ròng sau thuế}}{\text{tài sản}}$$

Lợi suất trên tài sản cung cấp thông tin về mức độ hiệu quả của một ngân hàng vì họ cho biết trung bình mỗi đô la tài sản tạo ra bao nhiêu lợi nhuận.

Tuy nhiên, điều mà các chủ sở hữu của ngân hàng (cổ đông) quan tâm nhất là ngân hàng kiếm được bao nhiêu từ khoản đầu tư cổ phần của họ. Thông tin này được cung cấp bởi thước đo cơ bản khác về khả năng sinh lợi của ngân hàng, **lợi suất trên vốn chủ sở hữu (ROE)**, được định nghĩa là lợi nhuận ròng sau thuế trên mỗi đô la vốn chủ sở hữu (ngân hàng):

$$\text{ROE} = \frac{\text{lợi nhuận ròng sau thuế}}{\text{vốn chủ sở hữu}}$$

Có một mối quan hệ trực tiếp giữa lợi suất trên tổng tài sản (đo lường mức độ hiệu quả hoạt động của ngân hàng) và lợi suất trên vốn chủ sở hữu (đo lường mức sinh lợi của chủ sở hữu đối với khoản đầu tư của họ). Mối quan hệ này được xác định bởi **số nhân vốn chủ sở hữu (EM)**, hoặc số lượng tài sản trên một đô la vốn cổ phần:

$$\text{EM} = \frac{\text{tài sản}}{\text{vốn cổ phần}}$$

Để thấy điều này, chúng ta lưu ý rằng

$$\frac{\text{lợi nhuận ròng sau thuế}}{\text{vốn chủ sở hữu}} = \frac{\text{lợi nhuận ròng sau thuế}}{\text{tài sản}} \times \frac{\text{tài sản}}{\text{vốn chủ sở hữu}}$$

sử dụng định nghĩa trên ta sẽ có

$$\text{ROE} = \text{ROA} \times \text{EM} \qquad (1)$$

Công thức trong Phương trình 1 cho chúng ta biết điều gì sẽ xảy ra đối với lợi suất trên vốn chủ sở hữu khi một ngân hàng nắm giữ một lượng vốn (chủ sở hữu) nhỏ hơn trên một lượng tài sản nhất định. Như chúng ta đã thấy, High Capital Bank ban đầu có 100 triệu đô la tài sản và 10 triệu đô la vốn chủ sở hữu, mang lại cho họ số nhân vốn chủ sở hữu là 10 (100 triệu đô la/10 triệu đô la). Ngược lại, Low Capital Bank chỉ có 4 triệu đô la vốn chủ sở hữu, do đó, số nhân vốn chủ sở hữu của họ cao hơn, bằng 25 (100 triệu đô la/4 triệu đô la). Giả sử các ngân hàng này hoạt động tốt như nhau, sao cho cả hai đều có lợi suất trên tài sản như nhau, 1%. Lợi suất trên vốn chủ sở hữu của High Capital Bank bằng 1% × 10 = 10%, trong khi lợi suất trên vốn chủ sở hữu đối với Low Capital Bank bằng 1% × 25 = 25%. Các cổ đông trong Low Capital Bank rõ ràng hạnh phúc hơn nhiều so với các cổ đông trong High Capital Bank vì họ đang kiếm được lợi suất nhiều hơn hai lần. Bây giờ chúng ta thấy lý do tại sao các chủ sở hữu của một ngân hàng có thể không muốn ngân hàng có quá nhiều vốn. ***Với lợi suất trên tài sản cho trước, vốn ngân hàng càng thấp thì lợi suất cho chủ sở hữu ngân hàng càng cao.***

Đánh đổi giữa An toàn và Lợi suất trên Vốn chủ sở hữu Bạn hiện đã thấy rằng vốn ngân hàng có cả các lợi ích và chi phí. Vốn ngân hàng mang lại lợi ích làm cho khoản đầu tư của chủ sở hữu an toàn hơn vì giúp giảm khả năng phá sản. Nhưng vốn ngân hàng rất tốn kém vì chúng càng cao thì lợi suất trên vốn chủ sở hữu đối với một lợi suất trên tài sản nhất định càng thấp. Khi xác định lượng vốn ngân hàng tối ưu, các nhà quản lý phải so sánh lợi ích của việc duy trì vốn gia tăng (tăng độ an toàn) với chi phí sử dụng vốn gia tăng (lợi suất của chủ sở hữu ngân hàng thấp hơn).

Trong những thời điểm có độ bất trắc cao, khi khả năng bị thiệt hại lớn từ các khoản vay tăng lên, các nhà quản lý ngân hàng sẽ nắm giữ nhiều vốn hơn để bảo vệ cổ đông. Ngược lại, nếu các nhà quản lý tin tưởng rằng sẽ không xảy ra lỗ trên tiền vay, họ sẽ giảm lượng vốn ngân hàng để có số nhân vốn chủ sở hữu cao và do đó tăng lợi nhuận trên vốn chủ sở hữu.

Yêu cầu vốn của ngân hàng Các ngân hàng cũng nắm giữ vốn vì họ bị các cơ quan quản lý yêu cầu phải làm vậy. Do chi phí nắm giữ vốn cao (vì những lý do vừa nêu), các nhà quản lý ngân hàng thường muốn nắm giữ vốn ngân hàng ít hơn so với yêu cầu của cơ quan quản lý. Trong trường hợp này, lượng vốn ngân hàng được xác định bởi các yêu cầu vốn của ngân hàng. Chúng ta thảo luận chi tiết về các yêu cầu vốn ngân hàng và vai trò quan trọng của chúng trong các quy định ngân hàng ở Chương 10.

ỨNG DỤNG Các chiến lược quản lý vốn ngân hàng

Giả sử rằng, với tư cách là người quản lý của First National Bank, bạn phải đưa ra quyết định về lượng vốn thích hợp cần nắm giữ trong ngân hàng. Nhìn vào bảng cân đối kế toán của ngân hàng, giống như High Capital Bank, có tỷ lệ vốn ngân hàng trên tài sản là 10% (10 triệu đô la vốn và 100 triệu đô la tài sản), bạn lo ngại rằng số lượng vốn lớn đang khiến tỷ suất sinh lợi trên vốn chủ sở hữu quá thấp. Bạn kết luận rằng ngân hàng đang dư vốn và cần tăng số nhân vốn chủ sở hữu để nâng cao lợi suất trên vốn chủ sở hữu. Bạn nên làm gì tiếp theo?

Để giảm lượng vốn so với tài sản và tăng số nhân vốn chủ sở hữu, bạn có thể làm bất kỳ cách nào trong ba cách sau: (1) Giảm vốn ngân hàng bằng cách mua lại một số cổ phiếu của ngân hàng; (2) Giảm vốn ngân hàng bằng cách trả cổ tức cao hơn cho các cổ đông, làm giảm lợi nhuận giữ lại của ngân hàng; hoặc (3) Giữ vốn ngân hàng không đổi nhưng tăng tài sản của ngân hàng bằng cách thu hút quỹ mới — ví dụ, bằng cách phát hành CD — và sau đó tìm kiếm hoạt động kinh doanh cho vay hoặc mua thêm chứng khoán bằng các quỹ mới này. Bạn quyết định theo đuổi phương án thứ hai và tăng cổ tức trên cổ phiếu của First National Bank bởi vì bạn nghĩ rằng nó sẽ nâng cao vị thế của bạn với các cổ đông.

Bây giờ, giả sử rằng First National Bank đang ở trong tình huống tương tự như Low Capital Bank và có tỷ lệ vốn ngân hàng trên tài sản là 4%. Bạn hiện giờ lo rằng ngân hàng đang thiếu vốn so với tài sản vì không có một tấm đệm đủ để ngăn chặn phá sản ngân hàng. Để tăng lượng vốn so với tài sản, bạn có ba lựa chọn sau: (1) Huy động vốn cho ngân hàng bằng cách phát hành cổ phần (cổ phiếu phổ thông); (2) Tăng vốn bằng cách giảm cổ tức của ngân hàng cho các cổ đông, do đó tăng lợi nhuận giữ lại mà ngân hàng có thể đưa vào tài khoản vốn của mình; hoặc (3) Giữ vốn ở mức cũ nhưng giảm tài sản của ngân hàng bằng cách cho vay ít hơn hoặc bằng cách bán bớt chứng khoán và sau đó sử dụng tiền thu được để giảm nợ phải trả của ngân hàng. Giả sử rằng việc tăng vốn ngân hàng không dễ thực hiện ở thời điểm hiện tại vì cổ phiếu ngân hàng đang bán với giá thấp hoặc do cổ đông sẽ phản đối nếu cổ tức của họ bị cắt giảm. Bạn có thể phải chọn giải pháp thứ ba và thu nhỏ quy mô của ngân hàng.

Thảo luận của chúng ta về các chiến lược quản lý vốn ngân hàng tại First National Bank dẫn đến kết luận sau đây, cần được nhấn mạnh đặc biệt: ***Sự thiếu hụt vốn ngân hàng có khả năng dẫn đến việc ngân hàng giảm tài sản và do đó có khả năng gây ra sự suy giảm hoạt động cho vay.*** Trong những năm qua, nhiều ngân hàng bị thiếu vốn và phải hạn chế tăng trưởng tài sản và cho vay. Hậu quả quan trọng của quyết định này đối với thị trường tín dụng được minh họa bằng ứng dụng sau đây.

ỨNG DỤNG

Khủng hoảng thiếu vốn gây ra khủng hoảng thiếu hụt tín dụng trong khủng hoảng tài chính toàn cầu như thế nào

Tốc độ tăng trưởng tín dụng chậm lại đáng kể trong bối cảnh cuộc khủng hoảng tài chính bắt đầu vào năm 2007 đã gây ra một cuộc "khủng hoảng thiếu hụt tín dụng", lúc đó rất khó tìm được vốn tín dụng. Kết quả là, hoạt động của nền kinh tế trong hai năm 2008 và 2009 rất tồi tệ. Điều gì đã gây ra cuộc khủng hoảng tín dụng đó?

Phân tích về cách ngân hàng quản lý vốn chỉ ra rằng nguyên nhân của cuộc khủng hoảng tín dụng 2008–2009, ít nhất một phần, là do cuộc khủng hoảng thiếu vốn, trong đó sự thiếu hụt nguồn vốn ngân hàng dẫn đến tăng trưởng tín dụng chậm hơn.

Một đợt bùng và nổ lớn trên thị trường nhà ở đã dẫn đến khoản lỗ lớn cho các ngân hàng nắm giữ chứng khoán được đảm bảo bằng các khoản thế chấp nhà ở. Những khoản lỗ này làm giảm vốn ngân hàng, dẫn đến thiếu vốn: Các ngân hàng phải tăng vốn mới hoặc hạn chế tăng trưởng tài sản bằng cách cắt giảm cho vay. Các ngân hàng thực tế đã tăng vốn, nhưng với tình hình kinh tế ngày càng suy yếu, việc huy động vốn mới là vô cùng khó khăn nên các ngân hàng cũng chọn cách thắt chặt tiêu chuẩn cho vay và giảm cho vay. Cả hai phản ứng này đối với tình trạng thiếu vốn đã góp phần tạo ra một nền kinh tế yếu kém trong năm 2008 và 2009. ◆

QUẢN LÝ RỦI RO TÍN DỤNG

Như ta đã lưu ý trong thảo luận trước đó về các nguyên tắc chung của quản lý tài sản, các ngân hàng và các định chế tài chính khác phải cấp được các khoản vay được hoàn trả đầy đủ (và do đó, phải chịu ít rủi ro tín dụng) nếu họ muốn thu được lợi nhuận cao. Các khái niệm lựa chọn bất lợi và rủi ro đạo đức (được thảo luận trong Chương 2 và 8) cung cấp khung lý thuyết để hiểu các nguyên tắc mà các định chế tài chính phải tuân theo nếu họ muốn giảm rủi ro tín dụng và cho vay thành công.[3]

Lựa chọn bất lợi xảy ra trong thị trường tín dụng bởi vì người vay xấu (những rủi ro có khả năng vỡ nợ cao nhất đối với các khoản vay của họ) thường là những người nhiệt tình đi vay; nói cách khác, những người có nhiều khả năng tạo ra một kết quả *bất lợi* nhất cũng có nhiều khả năng *được chọn* nhất. Những người đi vay để đầu tư các dự án rủi ro cao sẽ thu được nhiều lợi nhuận nếu dự án của họ thành công, vì vậy họ mong muốn được vay nhất. Tuy nhiên, rõ ràng, họ là những người đi vay ít tiềm năng nhất vì khả năng họ sẽ không thể trả lại khoản vay là lớn hơn.

Rủi ro đạo đức tồn tại trong thị trường tín dụng bởi vì người đi vay có thể có động cơ để tham gia vào các hoạt động không mong muốn theo quan điểm của người cho vay. Trong những tình huống như vậy, nhiều khả năng người cho vay sẽ gặp phải *nguy cơ* vỡ nợ từ bên đi vay. Một khi người đi vay đã có được khoản vay, có khả năng cao họ sẽ đầu tư vào các dự án đầu tư rủi ro— mang lại lợi nhuận cao cho người đi vay nếu thành công. Tuy nhiên, rủi ro cao của các khoản đầu tư này làm cho những người đi vay này ít có khả năng trả lại tiền vay.

Để có lợi nhuận, các định chế tài chính phải xử lý được các vấn đề về lựa chọn bất lợi và rủi ro đạo đức làm cho các khoản vay có xác suất vỡ nợ cao hơn. Các định chế tài chính giải quyết những vấn đề này bằng cách sử dụng một số nguyên tắc để quản lý rủi ro tín

[3]Các trung gian tài chính khác, chẳng hạn như công ty bảo hiểm, quỹ hưu trí và công ty tài chính, cũng cho vay tư nhân và các nguyên tắc quản lý rủi ro tín dụng mà chúng ta nêu ra ở đây cũng áp dụng cho họ.

dụng: sàng lọc và giám sát, thiết lập các mối quan hệ khách hàng dài hạn, cam kết cho vay, các yêu cầu về tài sản thế chấp và số dư bù trừ, và phân bổ tín dụng.

Sàng lọc và Giám sát

Thông tin bất cân xứng hiện diện trên thị trường cho vay vì người cho vay có ít thông tin hơn người đi vay về cơ hội đầu tư và hoạt động của người đi vay. Tình trạng này khiến các ngân hàng và các định chế tài chính khác phải thực hiện hai hoạt động xử lý thông tin: sàng lọc và giám sát. Ví dụ như mọi người thường trích dẫn tuyên bố của Walter Wriston, cựu lãnh đạo của Citicorp, một trong những tập đoàn ngân hàng lớn nhất ở Hoa Kỳ, rằng ngân hàng là ngành sản xuất thông tin.

Sàng lọc Lựa chọn bất lợi trong thị trường cho vay đòi hỏi người cho vay phải sàng lọc ra những người vay xấu để các khoản vay có thể sinh lợi. Để thực hiện sàng lọc hiệu quả, người cho vay phải thu thập thông tin đáng tin cậy từ những người đi vay tiềm năng. Sàng lọc cùng với thu thập thông tin hiệu quả tạo thành một nguyên tắc quan trọng của quản lý rủi ro tín dụng.

Khi bạn đăng ký vay tiêu dùng (chẳng hạn như vay mua ô tô hoặc vay thế chấp nhà ở), điều đầu tiên bạn phải làm là điền đơn để cung cấp một lượng lớn thông tin về tài chính cá nhân của mình. Bạn được hỏi về mức lương, tài khoản ngân hàng và các tài sản khác (chẳng hạn như xe hơi, hợp đồng bảo hiểm và đồ đạc), và các khoản nợ chưa thanh toán; hồ sơ tín dụng, thẻ tín dụng, và tình hình hoàn trả tài khoản bán chịu; số năm bạn đã làm việc và tên của các nhà tuyển dụng của bạn. Bạn cũng được hỏi những câu hỏi cá nhân như tuổi, tình trạng hôn nhân và số con của mình. Người cho vay sử dụng thông tin này để tính điểm tín dụng, là một thước đo thống kê lấy từ các câu trả lời để dự đoán xem bạn có gặp khó khăn khi thanh toán khoản vay hay không. Việc quyết định mức độ rủi ro của bạn cao hay thấp không thể mang tính khoa học tuyệt đối, vì vậy người cho vay cũng phải phán định. Nhân viên tín dụng, có nhiệm vụ quyết định xem có nên cho bạn vay hay không, có thể gọi cho nhà tuyển dụng của bạn hoặc nói chuyện với một số đầu mối liên lạc mà bạn cung cấp. Thậm chí quyết định còn có thể đưa ra dựa trên phong thái hoặc ngoại hình của bạn. (Đây là lý do tại sao hầu hết mọi người ăn mặc gọn gàng và lịch sự khi đến ngân hàng để đăng ký vay).

Quá trình sàng lọc và thu thập thông tin cũng tương tự khi một định chế tài chính cho vay kinh doanh. Họ thu thập thông tin về lãi và lỗ (thu nhập) của công ty cùng với thông tin về tài sản và nợ phải trả của công ty. Người cho vay cũng phải đánh giá khả năng thành công trong tương lai của doanh nghiệp. Vì vậy, ngoài việc thu thập thông tin như số liệu bán hàng, nhân viên tín dụng có thể hỏi các câu hỏi về kế hoạch tương lai của công ty, mục đích của khoản vay và sự cạnh tranh trong ngành. Nhân viên tín dụng thậm chí có thể đến thăm công ty để nhìn trực tiếp hoạt động của họ. Kết lại, cho dù đang cân nhắc cho vay cá nhân hay cho vay kinh doanh, các ngân hàng và định chế tài chính khác cần phải lục lạo một chút.

Chuyên môn hóa cho vay Một đặc điểm khó hiểu của tín dụng ngân hàng là các ngân hàng thường cấp tín dụng cho các công ty ở cùng địa phương, hoặc trong một ngành cụ thể, chẳng hạn như năng lượng. Theo một nghĩa nào đó, hành vi này khá ngạc nhiên bởi vì nó có nghĩa là ngân hàng không đa dạng hóa danh mục cho vay của mình và do đó, sẽ có nhiều rủi ro hơn. Nhưng từ một góc độ khác, sự chuyên môn hóa như vậy lại rất có ý nghĩa. Vấn đề lựa chọn bất lợi đòi hỏi ngân hàng phải sàng lọc các khoản tín dụng xấu. Ngân hàng dễ dàng thu thập thông tin về các công ty địa phương và xác định mức độ tín

nhiệm của họ hơn so với thu thập thông tin tương tự của các công ty ở xa. Tương tự, bằng cách tập trung cho vay các công ty trong các ngành cụ thể, ngân hàng hiểu biết hơn về các ngành này và do đó có khả năng dự đoán tốt hơn những công ty nào có thể thanh toán kịp thời các khoản nợ.

Giám sát và thực thi các giao ước hạn chế Khi khoản vay đã được cấp, người đi vay có động cơ tham gia các hoạt động rủi ro khiến cho khả năng khoản vay được trả hết giảm xuống. Để giảm rủi ro đạo đức này, các định chế tài chính phải tạo ra các điều khoản (giao ước hạn chế) trong hợp đồng cho vay để hạn chế người vay tham gia các hoạt động rủi ro. Bằng cách giám sát các hoạt động của người đi vay xem họ có tuân thủ các giao ước hạn chế hay không và bằng cách thực thi các giao ước nếu họ không tuân theo, người cho vay có thể đảm bảo rằng người đi vay không hấp thụ rủi ro bằng chi phí của mình. Sự cần thiết của sàng lọc và giám sát đối với các ngân hàng và các định chế tài chính khác giải thích tại sao họ lại chi rất nhiều tiền cho các hoạt động kiểm toán và thu thập thông tin.

Quan hệ khách hàng lâu dài

Một cách khác để các ngân hàng và các định chế tài chính khác có được thông tin về khách hàng vay của họ là thông qua các mối quan hệ khách hàng lâu dài, một nguyên tắc quan trọng khác của quản trị rủi ro tín dụng.

Nếu một người vay tiềm năng đã có tài khoản giao dịch, tài khoản tiết kiệm không kỳ hạn hoặc một hợp đồng vay ngân hàng trong một khoảng thời gian dài, nhân viên tín dụng có thể tìm hiểu hoạt động trước đó trên tài khoản và hiểu khá rõ về người đi vay. Số dư trong tài khoản giao dịch và tài khoản tiết kiệm không kỳ hạn cho ngân hàng biết tính thanh khoản của người đi vay và nhu cầu tiền mặt mạnh vào thời điểm nào trong năm. Số séc đã viết cho biết ai là nhà cung cấp của người đi vay. Nếu người vay đã vay ngân hàng trước đó, ngân hàng có hồ sơ về các khoản thanh toán tiền vay. Do đó, các mối quan hệ khách hàng lâu dài làm giảm chi phí thu thập thông tin và dễ dàng hơn trong việc sàng lọc các khoản tín dụng xấu.

Nhu cầu giám sát của người cho vay làm tăng thêm tầm quan trọng của các mối quan hệ khách hàng lâu dài. Nếu khách hàng đã vay tại ngân hàng trước đó thì ngân hàng đã lập hồ sơ theo dõi khách hàng đó. Do đó, chi phí theo dõi khách hàng lâu năm thấp hơn chi phí theo dõi khách hàng mới.

Mối quan hệ lâu dài mang lại lợi ích cho khách hàng cũng như ngân hàng. Một công ty đã có mối quan hệ trước đó với ngân hàng sẽ dễ dàng nhận được khoản vay từ ngân hàng với lãi suất thấp vì ngân hàng xác định xem người đi vay tiềm năng có phải là người vay tốt hay không dễ dàng hơn và do đó chịu ít chi phí hơn trong giám sát người vay.

Mối quan hệ khách hàng lâu dài có một lợi thế khác cho ngân hàng. Không ngân hàng nào có thể tính hết mọi trường hợp bất thường khi họ viết một giao ước hạn chế vào hợp đồng cho vay; sẽ luôn có những hoạt động rủi ro của người đi vay không thể tính tới. Tuy nhiên, nếu một người đi vay muốn giữ mối quan hệ lâu dài với ngân hàng vì sẽ dễ dàng nhận được các khoản vay trong tương lai từ ngân hàng, với lãi suất thấp thì sao? Khi đó, người đi vay sẽ muốn tránh các hoạt động rủi ro có thể làm mất lòng ngân hàng, ngay cả khi hợp đồng cho vay không quy định các hạn chế đối với các hoạt động rủi ro này. Nếu ngân hàng không thích những gì người đi vay đang làm ngay cả khi người đó không vi phạm bất kỳ giao ước hạn chế nào, thì ngân hàng có cách để ngăn cản người đi vay thực hiện hoạt động đó: Ngân hàng có thể cảnh báo không cấp các khoản vay mới trong tương lai. Do đó, các mối quan hệ khách hàng dài hạn cho phép ngân hàng đối phó được ngay cả các rủi ro đạo đức không lường trước được.

Cam kết cho vay

Các ngân hàng cũng tạo ra các mối quan hệ lâu dài và thu thập thông tin bằng cách phát hành các **cam kết cho vay** đối với các khách hàng thương mại. Cam kết cho vay là cam kết của ngân hàng (trong một khoảng thời gian cụ thể trong tương lai) cung cấp cho một công ty những khoản vay tới số lượng nhất định và lãi suất được gắn với lãi suất thị trường. Phần lớn các khoản vay thương mại và công nghiệp được thực hiện theo cam kết cho vay. Thuận lợi cho công ty là có nguồn tín dụng khi cần. Thuận lợi cho ngân hàng là cam kết cho vay thúc đẩy mối quan hệ lâu dài, do đó tạo điều kiện thuận lợi cho việc thu thập thông tin. Ngoài ra, các điều khoản trong hợp đồng cam kết cho vay yêu cầu công ty phải liên tục cung cấp cho ngân hàng thông tin về thu nhập, tài sản và nợ phải trả, hoạt động kinh doanh, v.v. của công ty. Thỏa thuận cam kết cho vay là một phương pháp hữu hiệu để giảm chi phí sàng lọc và thu thập thông tin của ngân hàng.

Tài sản thế chấp và Số dư Bù trừ

Các yêu cầu về tài sản thế chấp khi vay là công cụ quản lý rủi ro tín dụng quan trọng. Tài sản thế chấp, là tài sản cam kết để bồi thường cho người cho vay nếu người đi vay vỡ nợ, giúp giảm bớt hậu quả của lựa chọn bất lợi vì nó làm giảm thiệt hại của người cho vay trong trường hợp vỡ nợ. Nó cũng làm giảm rủi ro đạo đức vì người đi vay có nhiều thứ hơn để mất khi vỡ nợ. Nếu một người đi vay không trả được nợ, người cho vay có thể bán tài sản thế chấp và sử dụng số tiền thu được để bù đắp cho phần lỗ của khoản vay. Một dạng tài sản thế chấp cụ thể khi ngân hàng cho vay thương mại được gọi là **số dư bù trừ**: Một công ty khi nhận khoản vay phải giữ một số tiền tối thiểu bắt buộc trong tài khoản giao dịch tại ngân hàng. Ví dụ: một doanh nghiệp nhận được khoản vay 10 triệu đô la phải duy trì số dư bù trừ ít nhất 1 triệu đô la trong tài khoản giao dịch của mình tại ngân hàng. Ngân hàng sau đó có thể sử dụng số dư bù trừ 1 triệu đô la này để bù đắp một phần thiệt hại cho khoản vay nếu người đi vay không trả được nợ.

Ngoài việc dùng làm tài sản thế chấp, số dư bù trừ làm tăng khả năng khoản vay sẽ được trả hết. Chúng giúp ngân hàng giám sát người vay và do đó giảm rủi ro đạo đức. Cụ thể, bằng cách yêu cầu người đi vay sử dụng tài khoản giao dịch tại ngân hàng, ngân hàng có thể quan sát hoạt động thanh toán séc của công ty đó, điều này có thể mang lại nhiều thông tin về tình trạng tài chính của người đi vay. Ví dụ, sự sụt giảm liên tục trong số dư tài khoản giao dịch của người đi vay báo hiệu rằng có thể người đi vay đang gặp khó khăn về tài chính, hoặc hoạt động trên tài khoản cho thấy có thể người vay đang tham gia vào các hoạt động rủi ro. Chẳng hạn, sự thay đổi về nhà cung cấp có thể là bên vay đang theo đuổi một ngành kinh doanh mới. Bất kỳ thay đổi lớn nào trong hồ sơ thanh toán của người đi vay là một tín hiệu cho ngân hàng biết rằng họ nên bắt tay vào giám sát. Do đó, số dư bù trừ giúp ngân hàng giám sát khách vay dễ dàng hơn và là một công cụ quản lý rủi ro tín dụng quan trọng.

Phân bổ tín dụng

Một cách khác mà các định chế tài chính dùng để đối phó với lựa chọn bất lợi và rủi ro đạo đức là thông qua **phân bổ tín dụng**: từ chối cho vay mặc dù người đi vay sẵn sàng trả lãi suất bằng, hoặc thậm chí cao hơn yêu cầu. Phân bổ tín dụng có hai hình thức. Hình thức đầu tiên xảy ra khi người cho vay từ chối cấp bất kỳ khoản tín dụng nào cho người vay, ngay cả khi người đi vay sẵn sàng trả một mức lãi suất cao hơn. Hình thức thứ hai xảy ra khi một người cho vay sẵn sàng cấp một khoản vay nhưng hạn chế quy mô khoản vay dưới mức người vay muốn.

Kiểu phân bổ tín dụng đầu tiên có vẻ rất khó hiểu. Rốt cuộc, ngay cả nếu người đi vay tiềm năng có rủi ro tín dụng, tại sao người cho vay không áp lãi suất cao hơn cho khoản

vay? Câu trả lời ở đây là lựa chọn bất lợi. Các cá nhân và công ty có dự án đầu tư rủi ro nhất chính là những cá nhân sẵn sàng trả lãi suất cao nhất. Nếu một người đi vay hấp thụ rủi ro cao và thành công, người đi vay sẽ trở nên cực kỳ giàu có. Nhưng chính xác là người cho vay không muốn một khoản vay như vậy bởi vì rủi ro tín dụng cao; khả năng lớn sẽ là người đi vay không thành công, và người cho vay mất tiền. Lãi suất cao hơn chỉ làm cho lựa chọn bất lợi trở nên tồi tệ hơn đối với người cho vay; nghĩa là, nó làm tăng khả năng người cho vay gặp phải một người vay xấu. Do đó, người cho vay không muốn cho vay với lãi suất cao hơn; thay vào đó, họ sẽ lựa chọn loại phân bổ tín dụng đầu tiên và sẽ từ chối các khoản vay.

Các định chế tài chính sử dụng loại phân bổ tín dụng thứ hai để đề phòng rủi ro đạo đức: Họ cấp các khoản vay, nhưng khoản vay không lớn như mong muốn của người đi vay. Việc phân bổ tín dụng như vậy là cần thiết vì khoản vay càng lớn thì lợi ích từ rủi ro đạo đức càng lớn. Ví dụ: nếu một ngân hàng cho bạn vay 1.000 đô la, bạn sẽ cố gắng để hoàn trả khoản tiền đó để không ảnh hưởng đến xếp hạng tín dụng của mình trong tương lai. Tuy nhiên, nếu ngân hàng cho bạn vay 10 triệu đô la, nhiều khả năng bạn sẽ bay tới Rio để ăn mừng. Khoản vay của bạn càng lớn, bạn càng có động lực để làm những việc rủi ro hơn. Bởi vì sẽ có nhiều người đi vay trả nợ nếu số tiền vay không lớn, các định chế tài chính phân bổ tín dụng bằng cách cung cấp cho người đi vay các khoản vay nhỏ hơn mức họ muốn.

QUẢN LÝ RỦI RO LÃI SUẤT

Với sự gia tăng của biến động lãi suất trong những năm 1980, các ngân hàng và các định chế tài chính khác càng thêm lo ngại về mức tiếp xúc rủi ro lãi suất, là rủi ro của thu nhập và lợi suất liên quan đến sự thay đổi của lãi suất. Để xem rủi ro lãi suất là gì, hãy cùng xem lại First National Bank, ngân hàng có bảng cân đối kế toán sau:

First National Bank

Tài sản có		Tài sản nợ	
Tài sản nhạy cảm với lãi suất	$ 20 triệu	Nợ nhạy cảm với lãi suất	$ 50 triệu
Cho vay lãi suất thả nổi và ngắn hạn		CD lãi suất thả nổi	
Chứng khoán ngắn hạn		Tài khoản tiền gửi thị trường tiền tệ	
Tài sản lãi suất cố định	$ 80 triệu	Nợ lãi suất cố định	$ 50 triệu
Dự trữ		Tiền gửi giao dịch	
Cho vay dài hạn		Tiền gửi tiết kiệm không kỳ hạn	
Chứng khoán dài hạn		CD dài hạn	
		Vốn chủ sở hữu	

Tổng cộng 20 triệu đô la tài sản của First National Bank là nhạy cảm với lãi suất, với lãi suất thay đổi thường xuyên (ít nhất một lần một năm) và 80 triệu đô la tài sản của họ có lãi suất cố định, với lãi suất không thay đổi trong thời gian dài (hơn một năm). Về mặt nợ phải trả, First National Bank có 50 triệu đô la nợ nhạy cảm với lãi suất và 50 triệu đô la nợ lãi suất cố định. Giả sử rằng lãi suất tăng trung bình 5 điểm phần trăm, từ 10% lên 15%. Thu nhập trên tài sản tăng 1 triệu đô la (= 5% x 20 triệu đô la tài sản nhạy cảm với lãi

suất), trong khi chi trả cho các khoản nợ tăng 2,5 triệu đô la (= 5% x 50 triệu đô la nợ nhạy cảm với lãi suất). Lợi nhuận của First National Bank giảm 1,5 triệu đô la (= 1 triệu đô la so với 2,5 triệu đô la). Ngược lại, nếu lãi suất giảm 5 điểm phần trăm, lý luận tương tự cho chúng ta biết rằng lợi nhuận của First National Bank tăng 1,5 triệu đô la. Ví dụ này minh họa điểm sau: ***Nếu một ngân hàng có nhiều khoản nợ phải trả nhạy cảm với lãi suất hơn tài sản nhạy cảm với lãi suất, thì lãi suất tăng sẽ làm giảm lợi nhuận của ngân hàng và lãi suất giảm sẽ làm tăng lợi nhuận của ngân hàng.***

Phân tích chênh lệch và kỳ hạn trung bình

Độ nhạy cảm của lợi nhuận ngân hàng đối với những thay đổi của lãi suất có thể được đo lường trực tiếp hơn bằng cách sử dụng **phân tích chênh lệch**, lấy tài sản nhạy cảm với lãi suất trừ đi nợ phải trả nhạy cảm với lãi suất. Trong ví dụ của chúng ta, kết quả phép tính này (được gọi là "chênh lệch") là - 30 triệu đô la (= 20 triệu - 50 triệu). Bằng cách nhân chênh lệch với sự thay đổi của lãi suất, chúng ta có thể thu được ngay ảnh hưởng đến lợi nhuận của ngân hàng. Ví dụ: khi lãi suất tăng 5 điểm phần trăm, thay đổi trong lợi nhuận là 5% x (- 30 triệu đô la), tương đương với -1,5 triệu đô la, như chúng ta đã thấy.

Phân tích chúng ta vừa thực hiện được gọi là *phân tích chênh lệch cơ bản* và nó có thể được tinh chỉnh theo hai cách. Rõ ràng, không phải tất cả tài sản và nợ phải trả trong danh mục lãi suất cố định đều có cùng kỳ hạn thanh toán. Phương pháp *tiếp cận nhóm kỳ hạn* đo lường chênh lệch cho một vài phân khoảng kỳ hạn, được gọi là *nhóm kỳ hạn*, để có thể tính toán các tác động của sự thay đổi lãi suất trong một khoảng thời gian nhiều năm. Sự tinh chỉnh thứ hai, được gọi là *phân tích chênh lệch chuẩn hóa*, tính tới các mức độ nhạy cảm khác nhau về tỷ giá giữa các tài sản và nợ phải trả nhạy cảm với lãi suất.

Một phương pháp thay thế để đo lường rủi ro lãi suất, được gọi là **phân tích kỳ hạn trung bình**, tính toán độ nhạy cảm của giá trị thị trường của tổng tài sản và nợ phải trả của ngân hàng đối với những thay đổi của lãi suất. Phân tích kỳ hạn trung bình dựa trên khái niệm kỳ hạn trung bình của Macaulay, đo lường thời gian tồn tại trung bình của dòng thanh toán của chứng khoán.[4] Khái niệm kỳ hạn trung bình hữu ích vì nó cung cấp một phép tính xấp xỉ tốt về độ nhạy cảm của giá trị thị trường của một chứng khoán đối với sự thay đổi trong lãi suất của nó:

phần trăm thay đổi trong giá trị thị trường của chứng khoán ≈ điểm phần trăm thay đổi trong lãi suất x thời hạn tính theo năm

trong đó ≈ biểu thị cho "xấp xỉ bằng".

Phân tích kỳ hạn trung bình sử dụng kỳ hạn trung bình (theo trọng số) của tài sản và nợ phải trả của một định chế tài chính để xem giá trị ròng của định chế này phản ứng như thế nào với sự thay đổi lãi suất. Quay trở lại ví dụ của chúng ta về First National Bank, giả sử kỳ hạn trung bình của tài sản là ba năm (nghĩa là, thời gian tồn tại trung bình của các

[4]Về mặt đại số, kỳ hạn trung bình Macaulay, D, được định nghĩa là

$$D = \sum_{\tau=1}^{N} \tau \frac{CP_\tau}{(1+i^\tau)} \Big/ \sum_{\tau=1}^{N} \frac{CP_\tau}{(1+i^\tau)}$$

trong đó τ = thời gian cho đến khi thanh toán tiền mặt được thực hiện
CP_τ = thanh toán bằng tiền mặt (lãi cộng gốc) tại thời điểm t
i = lãi suất
N = thời gian đáo hạn của chứng khoán

Để thảo luận chi tiết hơn về phân tích chênh lệch kỳ hạn trung bình bằng cách sử dụng khái niệm kỳ hạn trung bình Macaulay, đọc phụ lục của chương tại www.pearson.com/mylab/economics.

dòng thanh toán là ba năm), trong khi kỳ hạn trung bình của các khoản nợ phải trả là hai năm. Ngoài ra, First National Bank có 100 triệu đô la tài sản và 90 triệu đô la nợ phải trả, vì vậy vốn ngân hàng là 10% tài sản. Với lãi suất tăng 5 điểm phần trăm, giá trị thị trường của tài sản ngân hàng giảm 15% (= 5%*3 năm), giảm 15 triệu đô la trên 100 triệu đô la tài sản. Tuy nhiên, giá trị thị trường của khoản nợ phải trả giảm 10% (- 5%*2 năm), giảm 9 triệu đô la trên 90 triệu đô la nợ phải trả. Kết quả cuối cùng là giá trị ròng (giá trị thị trường của tài sản trừ đi nợ phải trả) đã giảm 6 triệu đô la, hay 6% tổng giá trị tài sản ban đầu. Tương tự, lãi suất giảm 5 điểm phần trăm làm tăng giá trị ròng của First National Bank lên 6% tổng giá trị tài sản.

Như ví dụ của chúng ta cho thấy, cả phân tích kỳ hạn trung bình và phân tích chênh lệch đều chỉ ra rằng First National Bank sẽ bị thiệt hại nếu lãi suất tăng nhưng sẽ tăng nếu lãi suất giảm. Do đó, phân tích kỳ hạn trung bình và phân tích chênh lệch là những công cụ hữu ích cho nhà quản lý của một định chế tài chính để đánh giá rủi ro lãi suất.

ỨNG DỤNG Các chiến lược quản lý rủi ro lãi suất

Giả sử rằng với tư cách là người quản lý của First National Bank, bạn đã thực hiện phân tích kỳ hạn trung bình và chênh lệch cho ngân hàng. Bây giờ bạn cần quyết định chiến lược nào bạn nên sử dụng để quản lý rủi ro lãi suất.

Nếu bạn tin chắc rằng lãi suất sẽ giảm trong tương lai, bạn sẽ không cần làm gì vì bạn biết rằng ngân hàng có nhiều nợ phải trả nhạy cảm với lãi suất hơn tài sản nhạy cảm với lãi suất và do đó sẽ được hưởng lợi từ việc giảm lãi suất dự kiến. Tuy nhiên, bạn cũng biết rằng First National Bank phải chịu rủi ro lãi suất đáng kể vì luôn có khả năng lãi suất sẽ tăng. Bạn nên làm gì để loại bỏ rủi ro lãi suất này? Một điều bạn có thể làm là rút ngắn thời gian sử dụng tài sản của ngân hàng để tăng độ nhạy lãi suất của chúng. Ngoài ra, bạn có thể kéo dài thời hạn của khoản nợ phải trả. Bằng việc điều chỉnh tài sản hoặc nợ phải trả của ngân hàng, thu nhập của ngân hàng sẽ ít bị ảnh hưởng bởi sự thay đổi của lãi suất.

Một vấn đề trong việc loại bỏ rủi ro lãi suất của First National Bank bằng cách thay đổi bảng cân đối kế toán là trong ngắn hạn làm như vậy có thể rất tốn kém. Ngân hàng có thể phải chốt tài sản và nợ phải trả tại những kỳ hạn trung bình phù hợp cụ thể. Rất may là các công cụ tài chính được phát triển gần đây, gọi là các công cụ tài chính phái sinh — gồm công cụ kỳ hạn và tương lai, quyền chọn và hoán đổi tài chính — có thể giúp ngân hàng giảm rủi ro lãi suất nhưng không yêu cầu ngân hàng phải điều chỉnh lại bảng cân đối kế toán. ♦

CÁC HOẠT ĐỘNG NGOẠI BẢNG

Mặc dù hoạt động quản lý tài sản và nợ là mối quan tâm truyền thống hàng đầu của các ngân hàng, nhưng trong môi trường cạnh tranh hơn trong những năm gần đây, các ngân hàng đã tích cực tìm kiếm lợi nhuận bằng cách tham gia vào **các hoạt động ngoại bảng.**[5] Hoạt động ngoại bảng liên quan đến kinh doanh các công cụ tài chính và tạo ra thu nhập từ phí và bán nợ, những hoạt động ảnh hưởng đến lợi nhuận của ngân hàng nhưng không xuất hiện trên bảng cân đối kế toán của ngân hàng. Các hoạt động ngoại bảng càng ngày

[5]Các nhà quản lý của các định chế tài chính cũng cần biết ngân hàng của họ đang hoạt động tốt như thế nào tại bất kỳ thời điểm nào. Phụ lục thứ hai của chương này thảo luận về cách đo lường hiệu quả hoạt động của ngân hàng; nó được cung cấp tại www.pearson.com/mylab/economics.

càng có tầm quan trọng đối với các ngân hàng: Thu nhập từ các hoạt động này tính theo tỷ lệ phần trăm tài sản đã tăng hơn 5 lần kể từ năm 1980.

Bán nợ

Một loại hoạt động ngoại bảng đã trở nên quan trọng trong những năm gần đây liên quan đến thu nhập tạo ra từ bán nợ. **Bán nợ**, còn được gọi là *tham gia cho vay thứ cấp*, là một hợp đồng bán toàn bộ hoặc một phần dòng tiền từ một khoản vay cụ thể và do đó loại bỏ khoản vay khỏi bảng cân đối kế toán của ngân hàng. Các ngân hàng kiếm được lợi nhuận bằng cách bán các khoản cho vay với số tiền lớn hơn một chút so với số tiền của các khoản nợ ban đầu. Vì lãi suất cao của các khoản vay này khiến chúng trở nên hấp dẫn, các định chế sẵn sàng mua chúng, mặc dù giá cao hơn có nghĩa là họ kiếm được lãi suất thấp hơn một chút so với lãi suất ban đầu của khoản vay, thường là 0,15 điểm phần trăm.

Tạo thu nhập từ phí

Một loại hoạt động ngoại bảng khác liên quan đến việc tạo ra thu nhập từ phí mà các ngân hàng nhận được khi cung cấp các dịch vụ chuyên biệt cho khách hàng, chẳng hạn như thực hiện các giao dịch ngoại hối cho khách hàng, hỗ trợ các chứng khoán đảm bảo bằng vay thế chấp bằng cách thu và sau đó thanh toán các khoản thanh toán lãi và gốc, đảm bảo các chứng khoán nợ ví dụ như các chấp phiếu ngân hàng (theo đó ngân hàng hứa thanh toán lãi và gốc nếu bên phát hành chứng khoán không thể thực hiện được), và cung cấp hạn mức tín dụng dự phòng. Có một số loại hạn mức tín dụng dự phòng. Chúng ta đã nhắc tới loại quan trọng nhất là cam kết cho vay, theo đó, ngân hàng thu phí để đồng ý cung cấp khoản vay lên đến một số tiền nhất định, trong một khoảng thời gian nhất định theo yêu cầu của khách hàng. Các hạn mức tín dụng với "đặc quyền thấu chi" cung cấp cho người gửi tiền khả năng viết séc vượt quá số dư tiền gửi của họ và trên thực tế, họ tự tạo ra một khoản vay cho chính mình. Các hạn mức tín dụng khác có thể thu phí bao gồm thư tín dụng dự phòng để hỗ trợ phát hành thương phiếu và chứng khoán khác, và các hạn mức tín dụng để bảo lãnh phát hành Euronotes, là các Eurobonds trung hạn (được gọi là *thỏa thuận phát hành thương phiếu*, NIF và *thỏa thuận bảo lãnh tuần hoàn*, RUF*).

* *NIF: Note issuance facility* là thỏa thuận của ngân hàng mua các thương phiếu sẽ được người đi vay phát hành trong tương lai nếu không có ai mua những thương phiếu đó. Trong khi đó *RUF: revolving underwriting facility* là thỏa thuận của người bảo lãnh sẽ cho người đi vay vay tiền nếu họ không thể phát hành được *Euronotes*.

Các hoạt động ngoại bảng liên quan đến bảo lãnh chứng khoán và hạn mức tín dụng dự phòng làm tăng rủi ro mà ngân hàng phải đối mặt. Ngay cả khi một chứng khoán được đảm bảo không xuất hiện trên bảng cân đối kế toán của ngân hàng, nó vẫn khiến ngân hàng gặp rủi ro vỡ nợ: Nếu người phát hành chứng khoán không trả được nợ, ngân hàng bị mất khoản thu và vẫn phải trả nợ cho chủ sở hữu chứng khoán. Hạn mức tín dụng dự phòng cũng khiến ngân hàng gặp rủi ro vì ngân hàng có thể buộc phải cung cấp các khoản cho vay khi ngân hàng không có đủ khả năng thanh khoản hoặc khi người đi vay là người có mức an toàn rất thấp.

Hoạt động giao dịch và kỹ thuật quản lý rủi ro

Chúng ta đã đề cập rằng những nỗ lực của các ngân hàng trong việc quản lý rủi ro lãi suất đã dẫn họ tới việc giao dịch các hợp đồng tương lai tài chính, quyền chọn công cụ nợ và hoán đổi lãi suất. Các ngân hàng tham gia hoạt động ngân hàng quốc tế cũng thực hiện các giao dịch trên thị trường ngoại hối. Tất cả các giao dịch trên các thị trường này là hoạt động ngoại bảng vì chúng không ảnh hưởng trực tiếp đến bảng cân đối kế toán của ngân hàng. Mặc dù hoạt động kinh doanh của ngân hàng trên các thị trường này thường hướng đến việc giảm thiểu rủi ro hoặc tạo điều kiện thuận lợi cho hoạt động kinh doanh của ngân hàng khác, các ngân hàng cũng cố gắng đánh giá thị trường và tham gia đầu cơ. Việc đầu cơ này có thể là một hoạt động kinh doanh rất rủi ro và đã dẫn đến các vụ vỡ nợ ngân hàng, mà nghiêm trọng nhất là sự phá sản của Barings, một ngân hàng của Anh, vào năm 1995.

Toàn cầu Barings, Daiwa, Sumitomo, Société Générale, và JP Morgan Chase: Rogue Trader và Vấn đề Người sở hữu – Người đại diện

Sự sụp đổ của Barings, một ngân hàng Anh đáng kính có tuổi đời hơn một thế kỷ, là một câu chuyện đạo đức đáng buồn về vấn đề người sở hữu - người đại diện, thông qua việc một *rogue trader* có thể biến một định chế tài chính có bảng cân đối kế toán lành mạnh thành một vụ vỡ nợ thảm kịch trong vòng một tháng.

Vào tháng 7 năm 1992, Nick Leeson, thư ký trưởng mới của Barings tại chi nhánh Singapore, bắt đầu đầu cơ vào Nikkei, phiên bản Nhật của chỉ số chứng khoán Dow Jones. Vào cuối năm 1992, Leeson đã phải chịu khoản lỗ 3 triệu đô la, và anh ta đã che giấu cấp trên của mình bằng cách giấu các khoản lỗ vào một tài khoản bí mật. Leeson thậm chí còn đánh lừa cấp trên của mình rằng anh ta đang tạo ra lợi nhuận lớn, do các chênh lệch của kiểm soát nội bộ tại công ty, cho phép anh ta thực hiện các giao dịch trên sàn giao dịch Singapore và giám sát việc ghi sổ của các giao dịch đó. (Như bất kỳ người điều hành nào trong hoạt động kinh doanh thu tiền mặt, chẳng hạn như quán bar, sẽ có khả năng gian lận thấp hơn nếu có nhiều người xử lý tiền mặt. Tương tự, trong hoạt động giao dịch, bạn không bao giờ kết hợp quản lý bộ phận tiền sảnh với quản lý bộ phận hỗ trợ; nguyên tắc này đã bị ban lãnh đạo Barings vi phạm nghiêm trọng.) Mọi thứ trở nên tệ hơn cho Leeson, đã bị lỗ hơn 250 triệu đô la vào cuối năm 1994. Vào tháng 1 và tháng 2 năm 1995, Leeson bắt đầu đặt cược bằng tiền của ngân hàng. Vào ngày 17 tháng 1 năm 1995, ngày xảy ra trận động đất ở Kobe, Nhật Bản, anh ta đã mất 75 triệu đô la, và đến cuối tuần đã mất hơn 150 triệu đô la. Khi thị trường chứng khoán sụt giảm vào ngày 23 tháng 2, khiến anh ta mất thêm 250 triệu đô la, anh ta đã từ bỏ và bỏ trốn khỏi Singapore. Ba ngày sau, anh ta đến sân bay Frankfurt. Vào cuối chuyến phiêu lưu của mình, khoản lỗ của Leeson, tổng cộng 1,3 tỷ đô la, đã ăn hết vốn của Barings và khiến ngân hàng này phá sản. Leeson sau đó đã bị kết án và bị tống vào tù ở Singapore vì các hoạt động của mình. Anh ta được trả tự do vào năm 1999 và xin lỗi về hành động của mình.

Phân tích thông tin bất đối xứng về vấn đề người sở hữu – người đại diện giải thích hành vi của Leeson và nêu bật mối nguy hiểm của việc sơ suất quản lý như của Barings. Việc để Leeson kiểm soát cả giao dịch của chính mình và phòng hỗ trợ làm tăng thông tin bất cân xứng, vì nó làm giảm hiểu biết của người sở hữu (Barings) về các hoạt động giao dịch của Leeson. Sự suy yếu này làm tăng động cơ rủi ro đạo đức khiến anh ta muốn hấp thụ rủi ro bằng chi phí của ngân hàng, vì giờ đây Leeson ít có khả năng bị phát hiện hơn. Hơn nữa, một khi đã trải qua những khoản lỗ lớn, Leeson càng có động lực lớn để chấp nhận rủi ro thậm chí còn cao hơn bởi vì, nếu việc đặt cược của anh ta thành công, anh ta có thể đảo ngược khoản lỗ của mình và giữ vị trí tốt ở công ty; trong khi nếu tiền đặt cược bị mất, anh ta sẽ mất rất ít vì dù sao thì Leeson cũng đã mất việc rồi. Số tiền thua lỗ càng lớn, anh ta càng phải kiếm được nhiều tiền hơn bằng cách đặt cược lớn hơn, điều này giải thích sự leo thang số lượng giao dịch của Leeson khi thua lỗ tăng lên. Nếu các nhà quản lý của Barings hiểu được vấn đề người sở hữu - người đại diện, họ sẽ cảnh giác hơn trong việc tìm hiểu xem Leeson đang làm gì, và có thể vẫn còn ngân hàng Barings cho đến hôm nay.

Rất buồn, Nick Leeson không còn là của hiếm trong câu lạc bộ tỷ phú của các *rogue trader*, những người đã mất hơn 1 tỷ đô la. Trong hơn 11 năm, Toshihide Iguchi, một nhân viên tại chi nhánh New York của Daiwa Bank, cũng đã nắm quyền kiểm soát cả hoạt động kinh doanh trái phiếu và hoạt động sổ sách kế toán phía sau, và ông đã lỗ 1,1 tỷ đô la trong khoảng thời gian này. Vào tháng 7 năm 1995, Iguchi tiết lộ khoản lỗ của mình với cấp trên, nhưng ban lãnh đạo ngân hàng không tiết lộ cho các cơ quan quản lý. Kết quả là Daiwa đã bị phạt 340 triệu đô la và ngân hàng này đã bị cơ quan quản lý đuổi khỏi Mỹ.

Yasuo Hamanaka là một thành viên khác của câu lạc bộ tỷ phú. Vào tháng 7 năm 1996, ông vượt kỷ lục của Leeson và Iguchi, làm cho công ty chủ quản của mình, Sumitomo Corporation, một trong những công ty thương mại hàng đầu của Nhật Bản mất 2,6 tỷ đô la. Vào tháng 1 năm 2008, Jerome Kerviel, nhân viên của ngân hàng Pháp Société Générale, đã lập kỷ lục mọi thời đại đối với một rogue trader: Các giao dịch trái phép của anh ta khiến ngân hàng này thiệt hại 7,2 tỷ đô la. Vào năm 2012, ngay cả ngân hàng rất thành công JP Morgan Chase cũng đã phải chịu một khoản lỗ giao dịch hơn 2 tỷ đô la, gây ra bởi rogue trader Bruno Iksill, người có biệt danh đầy màu sắc là "Cá voi London".

Đạo lý của những câu chuyện này là việc nhà quản lý các công ty tham gia vào các hoạt động giao dịch phải giảm bớt vấn đề người sở hữu – người đại diện bằng cách giám sát chặt chẽ hoạt động của các nhà giao dịch, nếu không danh mục *rogue trader* sẽ còn tiếp tục dài thêm.

*Ta có thể dịch *rogue trader* là nhà giao dịch giả mạo, tuy nhiên cả từ *rogue* và *trader* đều đắt hơn nếu để nguyên gốc tiếng Anh.

Các hoạt động giao dịch, mặc dù thường mang lại lợi nhuận cao, nhưng cũng tiềm ẩn nhiều rủi ro vì chúng khiến các định chế tài chính và nhân viên của họ dễ dàng thực hiện các khoản đặt cược lớn một cách nhanh chóng. Vấn đề người sở hữu – người đại diện, được thảo luận trong Chương 8, đặc biệt nghiêm trọng đối với việc quản lý các hoạt động giao dịch. Bởi vì một nhà giao dịch (người đại diện) có cơ hội đặt những khoản cược lớn, dù là cô ấy giao dịch trên thị trường trái phiếu, thị trường ngoại hối hay phái sinh tài chính, cô ấy có động cơ hấp thụ rủi ro quá mức: Nếu chiến lược giao dịch của cô ấy dẫn đến lợi nhuận lớn, cô ấy có khả năng nhận được mức lương cao và tiền thưởng, nhưng nếu cô ấy lỗ lớn, định chế tài chính (người sở hữu) sẽ phải bù đắp cho các khoản lỗ này. Như sự sụp đổ của Ngân hàng Barings năm 1995 đã chứng minh, một nhà giao dịch gặp phải vấn đề người sở hữu - người đại diện có thể phá hoại một định chế lành mạnh và khiến họ mất khả năng thanh toán rất nhanh (xem hộp Toàn cầu).

Để giảm vấn đề người sở hữu - người đại diện, các nhà quản lý của các định chế tài chính phải thiết lập các kiểm soát nội bộ để ngăn chặn những sự cố như ở Barings. Các biện pháp kiểm soát như vậy bao gồm sự tách biệt hoàn toàn giữa những người phụ trách các hoạt động giao dịch với những người chịu trách nhiệm ghi sổ cho các giao dịch. Ngoài ra, các nhà quản lý phải đặt giới hạn về tổng số lượng giao dịch của các nhà giao dịch và mức độ rủi ro của định chế. Các nhà quản lý cũng phải xem xét kỹ lưỡng các thủ tục đánh giá rủi ro bằng cách sử dụng công nghệ máy tính mới nhất.

Một trong những phương pháp này liên quan đến phương pháp tiếp cận giá trị chịu rủi ro. Trong cách tiếp cận này, định chế phát triển một mô hình thống kê có thể tính toán khoản lỗ tối đa mà danh mục đầu tư của họ có khả năng gây ra trong một khoảng thời gian nhất định, được gọi là giá trị chịu rủi ro hoặc VaR (Value at Risk). Ví dụ, một ngân hàng có thể ước tính rằng khoản lỗ tối đa mà ngân hàng có thể phải chịu trong một ngày với xác suất 1/100 là 1 triệu đô la; con số 1 triệu đô la là kết quả tính toán giá trị chịu rủi ro của ngân hàng. Một cách tiếp cận khác được gọi là "kiểm tra sức chịu đựng". Trong cách tiếp cận này, một nhà quản lý sử dụng một mô hình máy tính để dự đoán những gì sẽ xảy ra nếu một kịch bản ngày tận thế xảy ra; nghĩa là, cô ấy xác định những tổn thất mà tổ chức sẽ phải gánh chịu trong trường hợp có sự kết hợp bất thường của các sự kiện xấu. Với cách tiếp cận theo giá trị rủi ro và kiểm tra căng thẳng, một định chế tài chính có thể đánh giá mức độ rủi ro của mình và thực hiện các bước để giảm thiểu rủi ro đó.

Các nhà quản lý ngân hàng Hoa Kỳ ngày càng lo ngại về rủi ro gia tăng mà các ngân hàng phải đối mặt từ các hoạt động ngoại bảng của họ và như chúng ta sẽ thấy trong Chương 10, đang khuyến khích các ngân hàng tăng cường chú ý đến quản lý rủi ro. Ngoài ra, Ngân hàng Thanh toán Quốc tế đang phát triển các yêu cầu bổ sung về vốn ngân hàng dựa trên các tính toán giá trị chịu rủi ro cho các hoạt động giao dịch của ngân hàng.

TÓM LƯỢC

1. Bảng cân đối kế toán của ngân hàng thương mại có thể được coi là danh sách các nguồn và việc sử dụng các quỹ ngân hàng. Nợ phải trả của ngân hàng là các nguồn quỹ của ngân hàng, bao gồm tiền gửi giao dịch, tiền gửi tiết kiệm không kỳ hạn và tiền gửi có kỳ hạn, các khoản vay chiết khấu từ Fed, các khoản vay từ các công ty và ngân hàng khác, và vốn ngân hàng. Tài sản của ngân hàng là việc sử dụng các quỹ, bao gồm dự trữ, các khoản tiền đang thu, tiền gửi ở ngân hàng khác, chứng khoán, các khoản cho vay và các tài sản khác (chủ yếu là vốn vật chất).

2. Các ngân hàng tạo ra lợi nhuận thông qua quá trình chuyển hóa tài sản: Họ vay ngắn (nhận các khoản tiền gửi ngắn hạn) và cho vay dài (cho vay dài hạn). Khi một ngân hàng nhận thêm tiền gửi, họ thu được một lượng dự trữ tương đương; khi chi trả tiền gửi, họ mất một lượng dự trữ tương đương.

3. Mặc dù các tài sản có tính thanh khoản cao hơn có xu hướng thu được lợi nhuận thấp hơn, các ngân hàng vẫn mong muốn nắm giữ chúng. Cụ thể, các ngân hàng giữ

dự trữ vượt mức và thứ cấp bởi vì chúng giúp bảo hiểm trước chi phí từ thất thoát tiền gửi. Các ngân hàng quản lý tài sản của mình để tối đa hóa lợi nhuận bằng cách tìm kiếm lợi nhuận cao nhất có thể từ các khoản cho vay và chứng khoán, đồng thời cố gắng giảm thiểu rủi ro và trích lập dự phòng thanh khoản đầy đủ. Mặc dù quản lý nợ phải trả đã từng là một công việc rập khuôn, nhưng các ngân hàng lớn (trung tâm tiền tệ) hiện đang tích cực tìm kiếm nguồn vốn bằng cách phát hành các khoản nợ phải trả như CD có thể chuyển nhượng hoặc bằng cách chủ động vay từ các ngân hàng và tập đoàn khác. Các ngân hàng quản lý lượng vốn mà họ nắm giữ với mục tiêu ngăn ngừa sự phá sản của ngân hàng và đáp ứng các yêu cầu về vốn của ngân hàng do các cơ quan quản lý đặt ra. Tuy nhiên, các ngân hàng không muốn nắm giữ quá nhiều vốn vì làm như vậy sẽ làm giảm lợi nhuận của cổ đông.

4. Các khái niệm về lựa chọn bất lợi và rủi ro đạo đức giải thích nhiều nguyên tắc quản lý rủi ro tín dụng liên quan đến hoạt động cho vay: sàng lọc và giám sát, thiết lập các mối quan hệ khách hàng dài hạn và cam kết cho vay, tài sản đảm bảo và số dư bù trừ, và phân bổ tín dụng.

5. Khi biến động lãi suất gia tăng trong những năm 1980, các định chế tài chính quan tâm hơn về mức tiếp xúc rủi ro lãi suất của họ. Phân tích chênh lệch và kỳ hạn trung bình cho một định chế tài chính biết liệu họ có nhiều nợ phải trả nhạy cảm với lãi suất hơn so với tài sản nhạy cảm với lãi suất hay không (trong trường hợp đó lãi suất tăng sẽ làm giảm lợi nhuận, và lãi suất giảm sẽ làm tăng lợi nhuận). Các định chế tài chính quản lý rủi ro lãi suất bằng cách điều chỉnh bảng cân đối kế toán nhưng cũng có thể sử dụng các chiến lược liên quan đến các công cụ tài chính phái sinh.

6. Các hoạt động ngoại bảng bao gồm mua bán các công cụ tài chính và tạo thu nhập từ phí và bán nợ, tất cả đều ảnh hưởng đến lợi nhuận của ngân hàng nhưng không thể hiện trên bảng cân đối kế toán của ngân hàng. Do các hoạt động ngoại bảng này khiến ngân hàng tiếp xúc thêm với rủi ro nên ban lãnh đạo ngân hàng phải đặc biệt chú ý đến các thủ tục đánh giá rủi ro và kiểm soát nội bộ để hạn chế nhân viên hấp thụ quá nhiều rủi ro.

THUẬT NGỮ QUAN TRỌNG

quản lý tài sản, 195
chuyển hóa tài sản, 192
bảng cân đối kế toán, 188
quản lý an toàn vốn, 195
số dư bù trừ, 206
phân bổ tín dụng, 206
rủi ro tín dụng, 195
thất thoát tiền gửi, 195
cho vay chiết khấu, 190
lãi suất chiết khấu, 197
phân tích kỳ hạn trung bình, 208
số nhân vốn chủ sở hữu (EM), 201
dự trữ vượt mức, 191
phân tích chênh lệch, 208
rủi ro lãi suất, 195
quản lý nợ phải trả, 195
quản lý thanh khoản, 195
cam kết cho vay, 206
bán nợ, 210
ngân hàng trung tâm tiền tệ, 199
hoạt động ngoại bảng, 209
tỷ lệ dự trữ bắt buộc, 191
dự trữ bắt buộc, 191
yêu cầu dự trữ, 191
dự trữ, 191
lợi suất trên tài sản (ROA), 201
lợi suất trên vốn chủ sở hữu (ROE), 201
dự trữ thứ cấp, 191
tài khoản T, 192
kho tiền, 191

CÂU HỎI

Tất cả các câu hỏi đều có trong **MyLab Economics** tại www.pearson.com/mylab/economics.

1. Tại sao một ngân hàng có thể muốn vay vốn từ các ngân hàng khác với lãi suất cao hơn lãi suất mà họ có thể vay từ Fed?

2. Xếp hạng các tài sản ngân hàng sau từ thanh khoản nhất đến kém thanh khoản nhất:

a. Cho vay thương mại

b. Chứng khoán

c. Dự trữ

d. Vốn hữu hình

3. Ngân hàng bạn sở hữu có bảng cân đối sau::

Tài sản có		Tài sản nợ	
Dự trữ	$ 75 triệu	Tiền gửi	$500 triệu
Cho vay	$525 triệu	Vốn ngân hàng	$100 triệu

Nếu ngân hàng chịu thất thoát tiền gửi là 50 triệu đô la với tỷ lệ dự trữ bắt buộc trên tiền gửi là 10%, bạn nên làm gì?

4. Nếu có một khoản tiền gửi thất thoát trị giá 50 triệu đô la, ban đầu ngân hàng nên có bảng cân đối kế toán nào, bảng cân đối trong Câu hỏi 3 hay bảng cân đối sau? Tại sao?

Tài sản có		**Tài sản nợ**	
Dự trữ	$100 triệu	Tiền gửi	$500 triệu
Cho vay	$500 triệu	Vốn ngân hàng	$100 triệu

5. Nếu nền kinh tế không có cơ hội cho vay phù hợp nào và ngân hàng trung ương trả lãi suất cho khoản dự trữ tương tự như các khoản đầu tư có rủi ro thấp khác, bạn có nghĩ rằng các ngân hàng sẽ sẵn sàng giữ một lượng lớn dự trữ vượt mức?
6. Nếu ngân hàng bạn sở hữu không có dự trữ vượt mức và một khách hàng quen biết đến hỏi vay, bạn có nên tự động từ chối khách hàng, giải thích rằng bạn không có bất kỳ khoản dự trữ vượt mức nào để cho vay không? Tại sao hoặc tại sao không? Những tùy chọn nào có sẵn sẽ cho phép bạn cung cấp số tiền mà khách hàng của bạn cần?
7. Nếu một ngân hàng nhận thấy ROE của mình quá thấp vì ngân hàng có quá nhiều vốn, ngân hàng có thể làm gì để tăng ROE của mình?
8. Nếu một ngân hàng đang thiếu 1 triệu đô la để đáp ứng các yêu cầu vốn của mình, thì ngân hàng đó có thể làm gì để khắc phục tình trạng này?
9. Tại sao cổ đông lại quan tâm đến ROE hơn là ROA?
10. Nếu một ngân hàng tăng gấp đôi số vốn của mình và ROA không đổi, điều gì sẽ xảy ra với ROE?
11. Lợi ích và chi phí cho ngân hàng khi quyết định tăng vốn ngân hàng?
12. Tại sao tính tò mò lại là đặc điểm cần có của một nhân viên ngân hàng?
13. Gần như ngân hàng luôn đòi hỏi các công ty họ cho vay phải giữ số dư bù trừ tại ngân hàng. Tại sao?
14. Nếu chủ tịch của một ngân hàng nói với bạn rằng ngân hàng hoạt động tốt đến mức chưa bao giờ phải thu hồi khoản vay, bán chứng khoán hoặc đi vay vì thất thoát tiền gửi, bạn có sẵn sàng mua cổ phiếu của ngân hàng đó không? Tại sao hoặc tại sao không?
15. "Bởi vì đa dạng hóa là một chiến lược tốt để tránh rủi ro, nên việc một ngân hàng chuyên cung cấp các loại cho vay cụ thể không bao giờ hợp lý". Tuyên bố này đúng, sai hay không chắc chắn? Giải thích câu trả lời của bạn.
16. Nếu bạn là nhân viên ngân hàng và kỳ vọng lãi suất sẽ tăng trong tương lai, bạn muốn cho vay ngắn hạn hay vay dài hạn?
17. "Các nhà quản lý ngân hàng luôn nên tìm kiếm lợi tức cao nhất có thể từ tài sản của họ." Tuyên bố này đúng, sai hay không chắc chắn? Giải thích câu trả lời của bạn.
18. Sau tháng 7 năm 2010, khách hàng sử dụng thẻ ghi nợ của ngân hàng phải tham gia vào kế hoạch bảo vệ thấu chi của ngân hàng. Giải thích ảnh hưởng của quy định này đối với thu nhập ngoài lãi của ngân hàng.

BÀI TẬP ÁP DỤNG

Tất cả các bài tập áp dụng đều có trong **MyLab Economics** tại www.pearson.com/mylab/economics.

19. Sử dụng các tài khoản T của First National Bank và Second National Bank được đưa ra trong chương này, hãy mô tả điều gì sẽ xảy ra khi Jane Brown viết séc 50 đô la từ tài khoản của cô ấy tại First National Bank để trả cho người bạn Joe Green của mình, sau đó Joe gửi séc vào tài khoản của anh ấy tại Second National Bank.
20. Điều gì xảy ra đối với khoản dự trữ tại First National Bank nếu một người rút 1.000 đô la tiền mặt và một người khác gửi 500 đô la tiền mặt? Sử dụng tài khoản T để giải thích câu trả lời của bạn.
21. Angus Bank không có dự trữ vượt mức nhưng tuân thủ yêu cầu dự trữ. Tỷ lệ dự trữ bắt buộc là 9%, và dự trữ hiện là 27 triệu đô la. Xác định lượng tiền gửi, lượng thiếu hụt dự trữ được tạo ra bởi thất thoát tiền gửi là 5 triệu đô la, và chi phí của sự thiếu hụt dự trữ nếu Ngân hàng Angus vay trên thị trường quỹ liên bang (giả sử lãi suất quỹ liên bang là 0,25%).
22. Dự trữ vượt mức đóng vai trò bảo hiểm chống lại các dòng tiền gửi ra. Giả sử hàng năm, Ngân hàng Malcom giữ 12 triệu đô la dự trữ vượt mức và 88 triệu đô la dự trữ bắt buộc. Giả sử rằng Malcom Bank có thể kiếm được 3,5% từ các khoản cho vay của mình và lãi suất trả cho (tổng) các khoản dự trữ là 0,2%. Chi phí của hợp đồng bảo hiểm này là bao nhiêu?
23. Ngân hàng Victory báo cáo EM bằng 25, trong khi Ngân hàng Batovi báo cáo EM bằng 14. Ngân hàng nào chuẩn bị tốt hơn để đối phó với những khoản lỗ lớn cho các khoản vay?

24. Giả sử bạn là giám đốc của một ngân hàng có 100 tỷ đô la tài sản có kỳ hạn trung bình là 4 năm và 90 tỷ đô la nợ phải trả có kỳ hạn trung bình là 6 năm. Hãy phân tích kỳ hạn trung bình của ngân hàng và cho biết điều gì sẽ xảy ra với giá trị ròng của ngân hàng nếu lãi suất tăng 2 điểm phần trăm. Bạn có thể thực hiện những hành động nào để giảm rủi ro lãi suất của ngân hàng?
25. Giả sử bạn là giám đốc của một ngân hàng có 15 triệu đô la tài sản có lãi suất cố định, 30 triệu đô la tài sản nhạy cảm với lãi suất, 25 triệu đô la nợ phải trả có lãi suất cố định và 20 triệu đô la nợ nhạy cảm với lãi suất. Tiến hành phân tích chênh lệch cho ngân hàng và cho biết điều gì sẽ xảy ra đối với lợi nhuận của ngân hàng nếu lãi suất tăng 5 điểm phần trăm. Bạn có thể thực hiện những hành động nào để giảm rủi ro lãi suất của ngân hàng?

BÀI TẬP PHÂN TÍCH DỮ LIỆU

Các bài tập được cập nhật bằng dữ liệu thời gian thực trong **MyLab Economics** và có thể dùng để thực hành hoặc để làm bài tập lớn.

1. Truy cập cơ sở dữ liệu FRED của Cục Dự trữ Liên bang St. Louis và tìm dữ liệu cho tất cả các ngân hàng thương mại về tổng nợ phải trả (TLBACBM027S-BOG), tổng tiền gửi (DPSACBM027SBOG) và phần còn lại của tài sản trừ nợ (RALACBM027SBOG).
    a. Bảng cân đối kế toán giải thích phần còn lại của tài sản trừ nợ phải trả là gì?
    b. Để có dữ liệu tháng gần đây nhất, hãy sử dụng ba chỉ số được liệt kê ở trên để tính tổng số tiền các ngân hàng đi vay.
2. Truy cập cơ sở dữ liệu FRED của Cục Dự trữ Liên bang St. Louis và tìm dữ liệu cho tất cả các ngân hàng thương mại về tổng tài sản (TLAACBM027SBOG), chứng khoán nắm giữ của chính phủ và cơ quan Hoa Kỳ (USGSEC), các chứng khoán khác được nắm giữ (OTHSEC), các khoản vay thương mại và công nghiệp (BUSLOANS), cho vay bất động sản (REALLN), cho vay tiêu dùng (CONSUMER), cho vay liên ngân hàng (IBLACBM027SBOG), các khoản vay khác (OLLACBM027SBOG) và các tài sản khác (OATACBM027SBOG). Sử dụng dữ liệu tháng gần đây nhất của tất cả các chỉ số.
    a. Tổng số tiền các ngân hàng đang cho vay là bao nhiêu? Con số này là bao nhiêu phần trăm tổng tài sản ngân hàng?
    b. Tổng lượng chứng khoán ngân hàng nắm giữ là bao nhiêu? Con số này là bao nhiêu phần trăm tổng tài sản ngân hàng?
    c. Tổng lượng dự trữ và các khoản tiền mặt là bao nhiêu? Con số này là bao nhiêu phần trăm tổng tài sản ngân hàng?

BÀI TẬP WEB

1. Bảng 1 báo cáo bảng cân đối của tất cả các ngân hàng thương mại dựa trên dữ liệu tổng hợp được tìm thấy trong Bản tin Dự trữ Liên bang. So sánh bảng này với bảng cân đối kế toán gần đây nhất do Bank of America cung cấp. Truy cập http://investor.bankofamerica.com/phoenix.zhtml?c=71595&p=irol- reportannual # fbid = Fkk8V4xU-VzI và nhấp vào báo cáo hàng năm gần đây nhất để xem bảng cân đối. Liệu Bank of America có danh mục đầu tư các khoản vay cao hay thấp hơn so với một ngân hàng trung bình? Loại cho vay nào phổ biến nhất?
2. Tìm thấy thông tin cập nhật về các ngân hàng là khá dễ vì họ bị yêu cầu báo cáo rất chặt chẽ. Truy cập http://www2.fdic.gov/qbp/, bạn sẽ tìm thấy dữ liệu tóm tắt về các định chế tài chính. Trang web này được tài trợ bởi Công ty Bảo hiểm Tiền gửi Liên bang. Nhấp vào "Quarterly Banking Profile- QBP", chọn quý gần đây nhất và truy cập QBP, nhấp vào "Complete QBP" và di chuyển đến Bảng I-A.
    a. Lợi nhuận trên tài sản của các ngân hàng đang tăng hay giảm trong vài năm qua?
    b. Vốn cốt lõi có đang tăng lên không và so với tỷ lệ vốn được báo cáo trong Bảng 1 của văn bản như thế nào?
    c. Có bao nhiêu tổ chức hiện đang báo cáo cho FDIC?

TRANG WEB THAM KHẢO

www.fdic.gov

Trang web của FDIC cung cấp thông tin về bảo hiểm tiền gửi và số liệu thống kê về ngân hàng.

http://www.federalreserve.gov/boarddocs/SupManual/default.htm#trading

Sổ tay Hướng dẫn Hoạt động Thị trường Vốn và Giao dịch của Ngân hàng Dự trữ Liên bang cung cấp thảo luận chuyên sâu về một loạt các vấn đề quản lý rủi ro gặp phải trong hoạt động giao dịch.

10 Phân tích Kinh tế về Điều tiết Tài chính

Mục tiêu học tập

- Xác định sự cần thiết và các hình thức của mạng lưới an toàn của chính phủ trên thị trường tài chính.
- Liệt kê và tóm tắt các loại quy định* tài chính và cách mỗi loại giảm thiểu các vấn đề thông tin bất cân xứng.

Giới thiệu

Như bạn đã thấy trong chương trước, hệ thống tài chính là một trong những khu vực chịu điều tiết nặng nề nhất của nền kinh tế, và ngân hàng là một trong những định chế tài chính chịu điều tiết nặng nề nhất. Trong chương này, chúng ta phân tích tại sao lại cần phải quản lý hệ thống tài chính chặt chẽ như vậy.

Tuy nhiên, không phải lúc nào quy trình quản lý cũng hoạt động tốt, bằng chứng là cuộc khủng hoảng tài chính toàn cầu gần đây. Chúng ta cũng sử dụng phân tích kinh tế về điều tiết tài chính để giải thích các cuộc khủng hoảng ngân hàng trên toàn thế giới và xem xét cách cải cách hệ thống quản lý để ngăn ngừa những thảm họa như vậy trong tương lai.

THÔNG TIN BẤT CÂN XỨNG, LÝ DO CỦA ĐIỀU TIẾT TÀI CHÍNH

* Từ gốc *regulation* có nhiều cách sử dụng theo ngữ cảnh khác nhau, trong sách này nó có thể được dịch thành điều tiết, quản lý, hoặc quy định theo từng ngữ cảnh phù hợp.

Trong các chương trước, chúng ta đã thấy thông tin bất cân xứng — việc các bên trong hợp đồng tài chính không có cùng lượng thông tin — dẫn đến các vấn đề lựa chọn bất lợi và rủi ro đạo đức, có tác động quan trọng đến hệ thống tài chính. Các khái niệm thông tin bất cân xứng, lựa chọn bất lợi và rủi ro đạo đức đặc biệt hữu ích trong việc hiểu lý do tại sao các chính phủ cần phải quản lý hệ thống tài chính.

Mạng lưới an toàn của chính phủ

Như bạn đã thấy trong Chương 8, các trung gian tài chính, ví dụ như ngân hàng, đặc biệt thích hợp để giải quyết các vấn đề về lựa chọn bất lợi và rủi ro đạo đức vì họ thực hiện các khoản cho vay tư nhân giúp tránh được vấn đề ăn theo. Tuy nhiên, giải pháp cho vấn đề người ăn theo lại tạo ra một vấn đề thông tin bất cân xứng khác, bởi vì người gửi tiền thiếu thông tin về chất lượng của các khoản vay tư nhân này. Sự bất cân xứng này lại dẫn đến các vấn đề khác gây trở ngại cho hoạt động bình thường của hệ thống tài chính.

Hoảng loạn ngân hàng và nhu cầu bảo hiểm tiền gửi Trước khi FDIC (Federal Deposit Insurance Corporation - Công ty bảo hiểm tiền gửi liên bang) bắt đầu hoạt động vào năm 1934, một vụ **phá sản ngân hàng** (việc ngân hàng không thể đáp ứng nghĩa vụ thanh toán cho người gửi tiền và các chủ nợ khác, do đó phải ngừng hoạt động) xảy ra có nghĩa là người gửi tiền sẽ phải đợi cho đến khi ngân hàng bị thanh lý (tài sản của nó được chuyển thành tiền mặt) để nhận được tiền gửi của họ; tới lúc đó, họ sẽ chỉ được trả một

phần nhỏ giá trị tiền gửi của mình. Bởi vì không thể biết liệu nhà quản lý ngân hàng có phải đang hấp thụ quá nhiều rủi ro hoặc là một kẻ lừa đảo hay không, người gửi tiền sẽ không muốn gửi vào ngân hàng, do đó làm cho các ngân hàng yếu đi. Thứ hai, việc người gửi tiền thiếu thông tin về chất lượng tài sản ngân hàng có thể dẫn đến tình trạng **hoảng loạn ngân hàng**, với nhiều ngân hàng đồng loạt phá sản. Vì sự phá sản đồng thời của nhiều ngân hàng dẫn đến giảm mạnh tín dụng ngân hàng, hoảng loạn ngân hàng gây hậu quả có hại nghiêm trọng cho nền kinh tế.

Để hiểu lý do tại sao hoảng loạn ngân hàng xảy ra, hãy phân tích tình huống sau. Giả sử không có bảo hiểm tiền gửi và nền kinh tế chịu một cú sốc tiêu cực. Kết quả của cú sốc là 5% ngân hàng bị lỗ cho vay lớn đến mức mất khả năng thanh toán (có giá trị ròng âm và do đó bị phá sản). Do thông tin không cân xứng, người gửi tiền không thể phân biệt được ngân hàng của mình là ngân hàng "tốt" hay một trong số 5% ngân hàng mất khả năng thanh toán. Người gửi tiền tại cả các ngân hàng tốt *và* xấu thấy rằng có thể họ không lấy lại được đủ 100 xu từ 1 đô la tiền gửi của mình và do đó muốn rút ra. Bởi vì các ngân hàng hoạt động dựa trên "ràng buộc về dịch vụ tuần tự" (đến trước được phục vụ trước), người gửi tiền sẽ tìm cách đến ngân hàng sớm nhất, bởi vì nếu họ đến chậm, ngân hàng có thể đã trả hết lượng quỹ còn lại và họ sẽ không nhận được gì. Động cơ "chạy" đến ngân hàng để trở thành người đầu tiên là lý do tại sao việc rút tiền khi có lo ngại về tình trạng hoạt động của ngân hàng được mô tả là "tháo chạy tiền gửi". Sự bất trắc về tình trạng của hệ thống ngân hàng nói chung có thể dẫn đến tháo chạy tiền gửi tại cả ngân hàng tốt và xấu, và sự sụp đổ của một ngân hàng có thể kéo theo sự sụp đổ của những ngân hàng khác (gọi là *hiệu ứng lan truyền*). Nếu không hành động nào để khôi phục niềm tin của công chúng, một cơn hoảng loạn ngân hàng có thể xảy ra.

Hoảng loạn ngân hàng là một thực tế cuộc sống tại Hoa Kỳ trong thế kỷ 19 và đầu thế kỷ 20, với các đợt hoảng loạn lớn xảy ra cứ sau 20 năm hoặc lâu hơn, vào các năm 1819, 1837, 1857, 1873, 1884, 1893, 1907 và 1930–1933. Ngay cả trong những năm bùng nổ ở thập niên 1920 phá sản ngân hàng vẫn là một vấn đề nghiêm trọng, khi số lượng ngân hàng phá sản trung bình khoảng 600 mỗi năm.

Mạng lưới an toàn của chính phủ dành cho người gửi tiền có thể ngắt mạch những vụ rút tiền hàng loạt và hoảng loạn ngân hàng, và bằng cách cung cấp sự bảo vệ cho người gửi tiền, nó có thể khắc phục sự e dè của người gửi tiền vào hệ thống ngân hàng. Một hình thức của mạng lưới an toàn là bảo hiểm tiền gửi, chẳng hạn như dịch vụ do Tổng công ty Bảo hiểm Tiền gửi Liên bang (FDIC) của Hoa Kỳ cung cấp. FDIC đảm bảo rằng những người gửi tiền hiện tại sẽ được trả đầy đủ 250.000 đô la đầu tiên mà họ đã gửi vào ngân hàng nếu ngân hàng phá sản. (Năm 1934, các khoản tiền gửi chỉ được bảo hiểm lên đến tối đa 2.500 đô la.) Khi các khoản tiền gửi được bảo hiểm, người gửi tiền không cần phải chạy vội đến ngân hàng để rút tiền — ngay cả khi họ lo lắng về sức khỏe của ngân hàng — vì dù thế nào đi nữa tiền gửi của họ vẫn có đầy đủ giá trị 100 xu trên 1 đồng đô la. Từ năm 1930 đến năm 1933, những năm ngay trước khi FDIC ra đời, trung bình hơn 2.000 vụ phá sản ngân hàng diễn ra mỗi năm. Sau khi FDIC được thành lập vào năm 1934, trung bình mỗi năm có ít đi 15 vụ cho đến năm 1981.

FDIC sử dụng hai phương thức chính để xử lý một ngân hàng phá sản. Trong phương thức đầu tiên, gọi là *phương thức hoàn vốn*, FDIC cho ngân hàng phá sản và trả cho người gửi tiền đến hạn mức bảo hiểm 250.000 đô la (bằng quỹ có được từ phí bảo hiểm do các ngân hàng đã mua bảo hiểm FDIC trả). Sau khi ngân hàng được thanh lý, FDIC xếp hàng cùng với các chủ nợ khác của ngân hàng và được thanh toán phần của mình trong số tiền thu được từ tài sản thanh lý. Thông thường, khi phương thức hoàn vốn được sử dụng, chủ tài khoản có số tiền gửi vượt quá giới hạn 250.000 đô la sẽ nhận lại được nhiều hơn 90 cent trên một đô la, mặc dù quá trình này có thể mất vài năm để hoàn thành.

Trong phương thức thứ hai, được gọi là *phương thức mua và tiếp quản***, FDIC thường tái cấu trúc ngân hàng bằng cách tìm một đối tác sáp nhập sẵn sàng đảm nhận (tiếp quản) tất cả các khoản nợ của ngân hàng phá sản để không người gửi tiền hoặc chủ nợ nào khác mất tiền. FDIC thường bù lỗ cho đối tác sáp nhập bằng cách cung cấp cho họ các khoản vay ưu đãi hoặc bằng cách mua bớt một số khoản vay yếu kém nhất của ngân hàng phá sản.

* Thực ra nếu nhìn vào bản chất thì phương thức này nên gọi là mua và gánh vác thì hợp lý hơn. Sẽ có một ngân hàng khỏe khác được giao nhiệm vụ *mua (purchase)* và *gánh vác (assume)* các khoản nợ phải trả của ngân hàng phá sản. Tuy nhiên nghe tên như vậy có vẻ hơi nặng nề nên chúng ta sẽ để thuật ngữ là mua và tiếp quản.

Hiệu quả ròng của phương thức mua và tiếp quản là FDIC đảm bảo tất cả các khoản nợ phải trả và tiền gửi, không chỉ các khoản tiền gửi dưới giới hạn 250.000 đô la. Phương thức mua và tiếp quản thường tốn kém hơn đối với FDIC so với phương thức hoàn vốn nhưng tuy nhiên, đây là cách thức phổ biến hơn để FDIC xử lý một ngân hàng phá sản trước khi luật ngân hàng mới được ban hành vào năm 1991.

Trong những năm gần đây, bảo hiểm tiền gửi của Chính phủ ngày càng phổ biến và lan rộng ra nhiều quốc gia trên thế giới. Liệu xu hướng này có đáng mong chờ hay không sẽ được thảo luận trong hộp Toàn cầu, "Sự lan rộng của Bảo hiểm tiền gửi của Chính phủ trên toàn thế giới: Có phải là điều tốt?"

Các hình thức khác của mạng lưới an toàn của chính phủ Bảo hiểm tiền gửi không phải là hình thức duy nhất của mạng lưới an toàn của chính phủ. Ở các nước khác, chính phủ thường sẵn sàng hỗ trợ các ngân hàng trong nước gặp khó khăn ngay cả khi không có bảo hiểm tiền gửi chính thức. Hơn nữa, ngân hàng không phải là trung gian tài chính duy nhất có thể gây ra rủi ro hệ thống đối với hệ thống tài chính. Khi các định chế tài chính rất lớn hoặc có tính liên kết cao với các định chế tài chính hoặc định chế thị trường khác, sự phá sản của chúng có khả năng làm sụp đổ toàn bộ hệ thống tài chính. Ví dụ như trường hợp của Bear Stearns và Lehman Brothers, hai ngân hàng đầu tư và AIG, một công ty bảo hiểm, trong cuộc khủng hoảng tài chính toàn cầu năm 2008.

Một cách hỗ trợ từ các chính phủ là thông qua ngân hàng trung ương để cho các định chế gặp khó khăn vay, như Cục Dự trữ Liên bang đã làm trong cuộc khủng hoảng tài chính

Toàn cầu — Sự lan rộng của bảo hiểm tiền gửi chính phủ trên toàn thế giới: Có phải là điều tốt?

Trong 30 năm đầu tiên sau khi bảo hiểm tiền gửi liên bang được thành lập ở Hoa Kỳ, chỉ có sáu quốc gia mô phỏng Hoa Kỳ và áp dụng bảo hiểm tiền gửi. Tuy nhiên, điều này bắt đầu thay đổi vào cuối những năm 1960, với xu hướng tăng nhanh vào những năm 1990, khi số quốc gia áp dụng bảo hiểm tiền gửi lên đến 70 nước. Bảo hiểm tiền gửi của chính phủ đã phát triển trên toàn thế giới do mối quan tâm ngày càng tăng về sức khỏe của hệ thống ngân hàng, đặc biệt là sau khi số lượng các cuộc khủng hoảng ngân hàng ngày càng gia tăng trong những năm gần đây (được trình bày ở cuối chương này). Việc lan rộng mô hình bảo hiểm tiền gửi này có phải là một điều tốt? Nó có giúp cải thiện hiệu quả hoạt động của hệ thống tài chính và ngăn chặn khủng hoảng ngân hàng không?

Trong nhiều trường hợp câu trả lời dường như là "không". Nghiên cứu của Ngân hàng Thế giới đã phát hiện, nhìn chung việc áp dụng công khai bảo hiểm tiền gửi của chính phủ có liên quan đến sự kém ổn định của khu vực ngân hàng và tỷ lệ khủng hoảng ngân hàng cao hơn.* Hơn nữa, về trung bình, bảo hiểm tiền gửi có vẻ như làm chậm sự phát triển của ngành tài chính. Tuy nhiên, những tác động tiêu cực của bảo hiểm tiền gửi chỉ xảy ra ở các nước có môi trường thể chế yếu kém: thiếu pháp quyền, quản lý và giám sát khu vực tài chính kém hiệu quả và tham nhũng cao. Tình huống này đúng như kỳ vọng, vì như chúng ta sẽ thấy ở phần sau của chương này, cần có một môi trường thể chế mạnh mẽ để hạn chế các ngân hàng hấp thụ rủi ro quá mức, là hành vi rủi ro đạo đức do bảo hiểm tiền gửi tạo nên. Vấn đề là ở nhiều quốc gia thị trường mới nổi rất khó để phát triển một môi trường thể chế mạnh. Chúng ta có thể kết luận: Việc áp dụng bảo hiểm tiền gửi không hẳn đã là liều thuốc để thúc đẩy sự ổn định và hiệu quả của hệ thống ngân hàng ở các nước thị trường mới nổi.

*Đọc World Bank, *Finance for Growth: Policy Choices in a Volatile World* (Oxford: World Bank and Oxford University Press, 2001).

toàn cầu (chi tiết xem Chương 15). Hình thức hỗ trợ này thường được gọi là vai trò "người cho vay cuối cùng" của ngân hàng trung ương. Trong các trường hợp khác, quỹ được bơm trực tiếp cho các định chế gặp khó khăn, như Bộ Tài chính Hoa Kỳ và các chính phủ khác đã thực hiện vào năm 2008 trong giai đoạn đặc biệt nghiêm trọng của cuộc khủng hoảng tài chính toàn cầu (xem Chương 12). Các chính phủ cũng có thể tiếp quản (quốc hữu hóa) các định chế gặp khó khăn và đảm bảo rằng tất cả các khoản vay của chủ nợ sẽ được thanh toán đầy đủ.

Hạn chế của mạng lưới an toàn của chính phủ

Mặc dù mạng lưới an toàn của chính phủ có thể giúp bảo vệ người gửi tiền và các chủ nợ khác và ngăn chặn, hoặc cải thiện các cuộc khủng hoảng tài chính, nhưng đó là một may mắn hỗn hợp.

Rủi ro đạo đức và Mạng lưới an toàn của chính phủ Hạn chế nghiêm trọng nhất của mạng lưới an toàn của chính phủ bắt nguồn từ rủi ro đạo đức, là động cơ của một bên trong giao dịch tham gia vào các hoạt động gây bất lợi cho bên kia. Rủi ro đạo đức là một mối quan tâm lớn trong các thỏa thuận bảo hiểm nói chung vì việc đã mua bảo hiểm làm gia tăng động cơ hấp thụ những rủi ro sẽ được bảo hiểm đền bù. Ví dụ, một số tài xế có bảo hiểm va chạm ô tô có mức khấu trừ thấp có thể lái xe ẩu hơn, vì nếu họ gặp tai nạn, công ty bảo hiểm sẽ chi trả phần lớn chi phí cho những thiệt hại và sửa chữa.

Rủi ro đạo đức là mối quan tâm nổi bật liên quan đến mạng lưới an toàn của chính phủ. Với mạng lưới an toàn, người gửi tiền và chủ nợ biết rằng họ sẽ không bị thiệt hại nếu một định chế tài chính phá sản, vì vậy họ không áp đặt kỷ luật thị trường* bằng cách rút lại quỹ khi họ nghi ngờ rằng định chế tài chính đang hấp thụ quá nhiều rủi ro. Do đó, các định chế tài chính có mạng lưới an toàn của chính phủ có động cơ để hấp thụ rủi ro lớn hơn, bởi vì người nộp thuế sẽ là người chịu thiệt nếu ngân hàng sau đó phá sản. Các định chế tài chính có thể đặt cược vào một ván bài: "Sấp, tôi được; ngửa, người nộp thuế mất."

* Kỷ luật thị trường *(market discipline)* là khái niệm chỉ việc thị trường sẽ trừng phạt các ngân hàng quản trị yếu kém bằng việc khách hàng rút quỹ ra và chuyển sang những nơi an toàn hơn do lo ngại rủi ro. Mạng lưới an toàn của chính phủ có thể khiến kỷ luật thị trường bị yếu đi vì tâm lý ỷ lại của người gửi tiền vào sự hỗ trợ của chính phủ.

Lựa chọn bất lợi và Mạng lưới An toàn của Chính phủ Một vấn đề nữa đối với mạng lưới an toàn của Chính phủ là lựa chọn bất lợi. Cũng giống như việc mức khấu trừ thấp làm những người lái xe kém có nhiều khả năng mua bảo hiểm đâm va hơn, những người có nhiều khả năng gây ra hậu quả bất lợi mà ngân hàng được bảo hiểm – phá sản ngân hàng - cũng chính là những người muốn tận dụng bảo hiểm nhất. Bởi vì được bảo vệ bởi mạng lưới an toàn của chính phủ, những người gửi tiền và chủ nợ không áp đặt kỷ luật thị trường đối với các định chế tài chính, các doanh nhân ưa thích rủi ro sẽ thấy tài chính là một ngành rất hấp dẫn — tại đây họ có thể làm những việc rất rủi ro. Thậm chí tệ hơn, có quá ít lý do để những người gửi tiền và chủ nợ giám sát hoạt động của định chế tài chính vì họ đã được bảo vệ, nếu không có sự can thiệp của chính phủ, kẻ gian cũng có thể thấy tài chính là một ngành hấp dẫn cho các hoạt động của chúng vì gian lận và biển thủ lúc này dễ dàng hơn rất nhiều.

"Quá lớn để phá sản" Rủi ro đạo đức được tạo ra bởi mạng lưới an toàn của chính phủ và mong muốn ngăn chặn sự phá sản của các định chế tài chính đã khiến các cơ quan quản lý tài chính gặp một vấn đề nan giải đặc thù, gọi là **quá lớn để phá sản***, khi các cơ quan quản lý không muốn đóng cửa các định chế tài chính lớn khiến người gửi tiền và chủ nợ của định chế này mất tiền vì làm vậy có thể dẫn đến khủng hoảng tài chính. Vấn đề quá lớn để phá sản lần đầu tiên nảy sinh khi Continental Illinois, một trong mười ngân hàng lớn nhất Hoa Kỳ, mất khả năng thanh toán vào tháng 5 năm 1984. FDIC không chỉ bảo

* Hiện nay thuật ngữ *too big to fail* thường được dịch là quá lớn để thất bại, nhưng thực ra cách dịch này chưa chuẩn nếu ghép vào bối cảnh từ *bank failure* là phá sản ngân hàng. Một cách dịch khác hợp lý là quá lớn để sụp đổ.

hiểm cho người gửi tiền lên đến giới hạn 100.000 đô la (mức tối đa tại thời điểm đó) mà các tài khoản vượt quá 100.000 đô la cũng được bảo lãnh và thậm chí những người giữ trái phiếu của Continental Illinois cũng được bảo vệ khỏi lỗ. Ngay sau đó, cơ quan kiểm soát tiền tệ (cơ quan quản lý các ngân hàng quốc gia) đã khẳng định trước Quốc hội rằng 11 ngân hàng lớn nhất sẽ nhận được sự đối xử tương tự như Continental Illinois.

Mặc dù cơ quan kiểm soát không sử dụng thuật ngữ "quá lớn để phá sản" (thực ra nó được sử dụng bởi Nghị sĩ Stewart McKinney trong các phiên điều trần quốc hội lúc đó), thuật ngữ này hiện được áp dụng cho một chính sách theo đó chính phủ bảo lãnh hoàn trả cho các chủ nợ lớn, không được bảo hiểm của các ngân hàng lớn nhất, để không người gửi tiền hoặc chủ nợ nào bị lỗ, ngay cả khi những người gửi tiền và chủ nợ này không đương nhiên được hưởng bảo lãnh này. FDIC thực hiện điều này bằng cách sử dụng phương thức mua và tiếp quản, bơm cho ngân hàng mất khả năng thanh toán một khoản vốn lớn và sau đó tìm một đối tác sáp nhập sẵn sàng tiếp quản ngân hàng và các khoản tiền gửi của nó. Chính sách quá lớn để phá sản đã được mở rộng cho các ngân hàng lớn thậm chí không nằm trong số 11 ngân hàng lớn nhất. (Lưu ý rằng "quá lớn để phá sản" là một thuật ngữ hơi gây hiểu nhầm, bởi vì khi một định chế tài chính bị đóng cửa hoặc sáp nhập vào một định chế tài chính khác, các nhà quản lý thường bị sa thải và những cổ đông của định chế đó mất khoản đầu tư của họ.)

Một vấn đề với chính sách quá lớn để phá sản là nó làm tăng động cơ rủi ro đạo đức cho các ngân hàng lớn. Nếu FDIC sẵn sàng đóng cửa một ngân hàng bằng phương thức hoàn vốn, chỉ trả cho người gửi tiền đến mức giới hạn hiện tại 250.000 đô la, thì những người gửi nhiều hơn 250.000 đô la sẽ bị lỗ nếu ngân hàng phá sản. Do đó, họ sẽ có động cơ để giám sát ngân hàng, kiểm tra chặt chẽ các hoạt động của ngân hàng và rút tiền của họ ra nếu ngân hàng hấp thụ quá nhiều rủi ro. Để ngăn chặn việc tiền gửi bị rút đi, ngân hàng sẽ ít có khả năng tham gia các hoạt động rủi ro hơn. Tuy nhiên, một khi những người gửi tiền lớn biết rằng một ngân hàng là quá lớn để phá sản, họ sẽ không còn động lực để giám sát ngân hàng và rút tiền gửi của họ khi ngân hàng đó trở nên quá rủi ro: Cho dù ngân hàng có làm gì đi chăng nữa, những người gửi tiền lớn sẽ không bị thiệt hại. Kết quả của chính sách quá lớn để phá sản là các định chế tài chính lớn có thể sẽ hấp thụ nhiều rủi ro hơn, do đó làm cho khả năng phá sản của ngân hàng cao hơn.

Tương tự như vậy, chính sách quá lớn để phá sản làm tăng động cơ rủi ro đạo đức cho các định chế tài chính phi ngân hàng được hưởng lợi từ mạng lưới an toàn của chính phủ. Biết rằng định chế tài chính sẽ được cứu trợ, các chủ nợ có ít động lực để giám sát định chế này và rút tiền của họ ra khi định chế đó đang hấp thụ rủi ro quá mức. Do đó, các định chế tài chính lớn hoặc có liên kết với nhau có nhiều khả năng tham gia vào các hoạt động nhiều rủi ro, làm cho khủng hoảng tài chính dễ xảy ra hơn.

Các định chế tài chính được coi là quá lớn để phá sản - bao gồm Bear Stearns, Lehman Brothers và AIG - đã hấp thụ rủi ro quá mức trong giai đoạn dẫn đến cuộc khủng hoảng tài chính toàn cầu, và sự sụp đổ sau đó của họ đã gây ra cuộc khủng hoảng tài chính tồi tệ nhất (thảo luận trong Chương 12) kể từ cuộc Đại Khủng hoảng.

Hợp nhất tài chính và mạng lưới an toàn của chính phủ Với sự đổi mới tài chính và việc thông qua Đạo luật về hiệu quả chi nhánh và ngân hàng liên tiểu bang Riegle-Neal năm 1994 và Đạo luật hiện đại hóa dịch vụ tài chính Gramm-Leach-Bliley năm 1999, hợp nhất tài chính đã được tiến hành với tốc độ nhanh chóng, tạo ra các định chế tài chính lớn hơn và phức tạp hơn. Vì có mạng lưới an toàn của chính phủ, hợp nhất tài chính đặt ra hai thách thức đối với hoạt động điều tiết tài chính.

Thứ nhất, sự gia tăng quy mô của các định chế tài chính do hợp nhất tài chính làm gia tăng vấn đề quá lớn để phá sản, bởi vì lúc này, số lượng các định chế lớn tới mức sự phá

sản của chúng sẽ khiến hệ thống tài chính gặp rủi ro hệ thống đã tăng lên. Do đó, việc có nhiều định chế tài chính quá lớn để phá sản, và sự gia tăng rủi ro đạo đức khiến các định chế này hấp thụ nhiều rủi ro hơn làm tăng tính mong manh của hệ thống tài chính.

Thứ hai, hợp nhất tài chính của các ngân hàng với các công ty dịch vụ tài chính khác có nghĩa là mạng lưới an toàn của chính phủ có thể được mở rộng cho các hoạt động mới, chẳng hạn như hoạt động bảo lãnh phát hành chứng khoán, bảo hiểm hoặc bất động sản, như đã xảy ra trong cuộc khủng hoảng tài chính toàn cầu. Tình huống này làm tăng động lực hấp thụ nhiều rủi ro hơn ở các hoạt động này, điều này cũng có thể làm suy yếu cấu trúc của hệ thống tài chính. Một trong những vấn đề quan trọng mà các nhà quản lý ngân hàng phải đối mặt sau cuộc khủng hoảng tài chính toàn cầu là hạn chế các động cơ rủi ro đạo đức phát sinh đối với các định chế tài chính có quy mô lớn hơn, phức tạp hơn do những thay đổi pháp lý gần đây.

CÁC LOẠI QUY ĐỊNH ĐIỀU TIẾT TÀI CHÍNH

Có tám loại quy định tài chính cơ bản nhằm giảm thiểu các vấn đề về thông tin bất cân xứng và việc chấp nhận rủi ro quá mức trong hệ thống tài chính: (1) hạn chế nắm giữ tài sản, (2) yêu cầu vốn, (3) biện pháp khắc phục cấp tốc, (4) cấp phép và kiểm tra, (5) đánh giá quản lý rủi ro, (6) yêu cầu công bố thông tin, (7) bảo vệ người tiêu dùng, và (8) hạn chế cạnh tranh.

Hạn chế nắm giữ tài sản

Như chúng ta đã thấy, rủi ro đạo đức đến từ mạng lưới an toàn của chính phủ làm các định chế tài chính sẵn sàng hấp thụ quá nhiều rủi ro. Các quy định hạn chế ngân hàng nắm giữ tài sản là để giảm thiểu loại rủi ro đạo đức có thể khiến người nộp thuế phải trả giá đắt này.

Ngay cả khi không có mạng lưới an toàn của chính phủ, các định chế tài chính vẫn có động cơ để hấp thụ rủi ro quá mức. Các tài sản rủi ro có thể mang lại cho định chế tài chính thu nhập cao hơn khi chúng sinh lợi, nhưng ngược lại nếu định chế phá sản, người gửi tiền và chủ nợ sẽ rỗng túi. Nếu người gửi tiền và chủ nợ có thể giám sát ngân hàng dễ dàng bằng cách thu thập thông tin về các hoạt động nhiều rủi ro của ngân hàng, họ sẽ muốn rút quỹ về ngay lập tức nếu định chế hấp thụ rủi ro thái quá. Để ngăn chặn nguy cơ mất quỹ, định chế sẽ có động cơ để giảm các hoạt động rủi ro của mình. Vấn đề lớn là việc thu thập thông tin về các hoạt động của một định chế để tìm hiểu mức độ rủi ro trong hoạt động của nó là một việc không đơn giản. Do đó, hầu hết những người gửi tiền và nhiều chủ nợ không áp dụng được kỷ luật để ngăn cản các định chế tài chính khỏi các hoạt động rủi ro. Do đó, ngay cả trước khi có các mạng lưới an toàn của chính phủ như bảo hiểm tiền gửi liên bang, các quy định của chính phủ nhằm giảm thiểu rủi ro đối với các định chế tài chính đã là một nhu cầu chính đáng.

Bởi vì các ngân hàng là định chế tài chính dễ chịu tác động do hoảng loạn nhất, nên họ phải tuân thủ các quy định nghiêm ngặt hạn chế việc nắm giữ các tài sản rủi ro, chẳng hạn như cổ phiếu phổ thông. Các quy định điều tiết ngân hàng cũng thúc đẩy sự đa dạng hóa, làm giảm rủi ro bằng cách giới hạn giá trị đối với một số danh mục cho vay cụ thể hoặc cho vay cá nhân. Với việc mở rộng mạng lưới an toàn của chính phủ trong cuộc khủng hoảng tài chính toàn cầu và những đòi hỏi cải cách quản lý sau đó, có khả năng các định chế tài chính phi ngân hàng phải đối mặt với những hạn chế lớn hơn nữa đối với việc nắm giữ tài sản rủi ro của mình trong tương lai. Tuy nhiên, có nguy cơ những hạn chế này có thể trở nên ngặt nghèo đến mức tính hiệu quả của hệ thống tài chính sẽ bị suy giảm.

Yêu cầu về vốn

Các yêu cầu về vốn do chính phủ áp đặt là một cách khác để giảm thiểu rủi ro đạo đức tại các định chế tài chính. Khi một định chế tài chính bị buộc phải duy trì một lượng lớn vốn tự có, định chế đó sẽ mất nhiều hơn nếu phá sản và do đó ít có khả năng theo đuổi rủi ro hơn. Ngoài ra, như đã được minh họa trong Chương 9, vốn có chức năng như một tấm đệm khi các cú sốc xấu xảy ra, làm giảm khả năng phá sản của định chế tài chính, do đó trực tiếp bổ sung vào sự an toàn và lành mạnh của các định chế tài chính.

Yêu cầu về vốn đối với ngân hàng có hai dạng. Loại thứ nhất dựa trên **đòn bẩy tài chính**, là số vốn chia cho tổng tài sản của ngân hàng. Để được xếp loại là có vốn hóa tốt, tỷ lệ đòn bẩy tài chính của ngân hàng phải vượt quá 5%; tỷ lệ đòn bẩy thấp hơn, đặc biệt là tỷ lệ dưới 3%, kích hoạt các quy định có tính hạn chế đối với ngân hàng. Trong hầu hết những năm 1980, lượng vốn ngân hàng tối thiểu ở Hoa Kỳ chỉ được thiết lập bằng cách xác định tỷ lệ đòn bẩy tối thiểu.

Sau sự kiện Continental Illinois* và các gói cứu trợ cho các định chế tiết kiệm và cho vay ở những năm 1980, các nhà quản lý ở Hoa Kỳ và phần còn lại của thế giới ngày càng lo lắng về việc các ngân hàng nắm giữ các tài sản rủi ro và về sự gia tăng **các hoạt động ngoại bảng** của các ngân hàng. Các hoạt động ngoại bảng, không xuất hiện trên bảng cân đối kế toán của ngân hàng nhưng vẫn khiến ngân hàng gặp rủi ro, bao gồm việc kinh doanh các công cụ tài chính và tạo ra thu nhập từ các khoản phí.

* Vụ sụp đổ vào năm 1984 của Continental Illinois National Bank and Trust Company (đã được tác giả nhắc tới ở trên) được coi là vụ phá sản ngân hàng lớn nhất nước Mỹ cho đến khủng hoảng 2008.

Để giúp chống lại các vấn đề về tài sản rủi ro và các hoạt động ngoại bảng, các lãnh đạo ngành ngân hàng từ các quốc gia công nghiệp phát triển đã đồng ý thành lập **Ủy ban Basel về Giám sát Ngân hàng** (ủy ban này có tên như vậy vì họ họp dưới sự bảo trợ của Ngân hàng Thanh toán Quốc tế tại Basel, Thụy Sĩ), thực thi **Hiệp định Basel**, đưa ra loại yêu cầu vốn thứ hai, yêu cầu vốn dựa trên rủi ro. Hiệp định Basel, yêu cầu các ngân hàng phải nắm giữ vốn ít nhất 8% tài sản có trọng số rủi ro, đã được hơn 100 quốc gia, bao gồm cả Hoa Kỳ, áp dụng. Tài sản được phân bổ thành bốn loại, mỗi loại có trọng số khác nhau để phản ánh mức độ rủi ro tín dụng. Loại đầu tiên có trọng số bằng 0, bao gồm các tài sản có ít rủi ro vỡ nợ, chẳng hạn như dự trữ và chứng khoán chính phủ do Tổ chức Hợp tác và Phát triển Kinh tế (OECD - các nước công nghiệp hóa) phát hành. Loại thứ hai có trọng số bằng 20%, bao gồm các quyền thụ hưởng từ các ngân hàng ở các nước OECD. Loại thứ ba có trọng số 50%, bao gồm trái phiếu địa phương và vay thế chấp bất động sản. Loại thứ tư có trọng số tối đa là 100% và bao gồm các khoản cho vay đối với người tiêu dùng và doanh nghiệp. Các hoạt động ngoại bảng được xử lý tương tự. Chúng được ấn định một tỷ trọng tín dụng tương đương để chuyển đổi thành các khoản mục nội bảng với trọng số rủi ro tương ứng, và có các yêu cầu về vốn tối thiểu đối với rủi ro trong tài khoản giao dịch của ngân hàng.

Dần dần, những hạn chế của Hiệp định Basel trở nên rõ ràng, bởi vì phép đo theo quy định về rủi ro ngân hàng, được ấn định bởi trọng số rủi ro, có thể đem lại kết quả khác một cách đáng kể với rủi ro thực tế mà ngân hàng phải đối mặt. Sự khác biệt này đã dẫn đến hoạt động **arbitrage pháp lý**, các ngân hàng giữ trên sổ sách của mình những tài sản có cùng yêu cầu vốn dựa trên rủi ro nhưng lại có mức rủi ro tương đối cao, chẳng hạn như khoản vay cho một công ty có xếp hạng tín dụng rất tệ, trong khi bỏ ra khỏi sổ sách các tài sản có rủi ro thấp, chẳng hạn như khoản vay cho một công ty có xếp hạng tín dụng rất cao. Do đó, ngược lại với ý định ban đầu, Hiệp định Basel có thể dẫn đến việc gia tăng rủi ro. Để giải quyết những hạn chế này, Ủy ban Basel về Giám sát Ngân hàng đã đưa ra một hiệp định vốn mới, thường được gọi là Basel 2. Tuy nhiên, do hậu quả của cuộc khủng hoảng tài chính toàn cầu, ủy ban đã phát triển một hiệp định thậm chí còn mới hơn, mà giới truyền thông đã gọi là "Basel 3." Các hiệp định này được mô tả trong hộp Toàn cầu, "Hiệp định Basel sẽ đi tới đâu sau cuộc khủng hoảng tài chính toàn cầu?"

Toàn cầu Hiệp định Basel sẽ đi tới đâu sau cuộc khủng hoảng tài chính toàn cầu?

Bắt đầu từ tháng 6 năm 1999, Ủy ban Basel về Giám sát Ngân hàng đã đưa ra một số đề xuất để cải cách Hiệp định Basel 1988 ban đầu. Những nỗ lực này đã lên đến đỉnh điểm trong phiên bản được các nhà giám sát ngân hàng gọi là Basel 2, dựa trên ba trụ cột.

1. Trụ cột 1 liên kết chặt chẽ hơn các yêu cầu về vốn đối với các ngân hàng quy mô lớn, hoạt động quốc tế với ba loại rủi ro: rủi ro thị trường, rủi ro tín dụng và rủi ro hoạt động. Nó phân ra nhiều loại tài sản hơn, với các trọng số rủi ro khác nhau, theo cách tiếp cận được chuẩn hóa. Ngoài ra, nó cho phép các ngân hàng nhóm đầu sử dụng cách tiếp cận dựa trên xếp hạng nội bộ, cho phép các ngân hàng này sử dụng các mô hình rủi ro tín dụng của riêng họ.
2. Trụ cột 2 tập trung vào việc tăng cường quy trình giám sát, đặc biệt là đánh giá chất lượng quản lý rủi ro tại các định chế ngân hàng và đánh giá xem các định chế này có các thủ tục đầy đủ để xác định lượng vốn họ cần hay không.
3. Trụ cột 3 tập trung vào việc cải thiện kỷ luật thị trường thông qua việc tăng cường công bố thông tin chi tiết về tình trạng rủi ro tín dụng của ngân hàng, lượng dự trữ và vốn của ngân hàng, những lãnh đạo kiểm soát ngân hàng và hiệu quả của hệ thống xếp hạng nội bộ của ngân hàng.

Mặc dù Basel 2 đã đạt được những bước tiến lớn trong việc hạn chế các định chế ngân hàng hoạt động trên phạm vi quốc tế hấp thụ quá nhiều rủi ro, nhưng nó đã làm tăng đáng kể tính phức tạp của hiệp định. Tài liệu mô tả Hiệp ước Basel ban đầu dài 26 trang, trong khi bản thảo cuối cùng của Basel 2 có đến hơn 500 trang. Ban đầu kế hoạch là hoàn thành vòng tham vấn cuối cùng vào cuối năm 2001, với các quy tắc mới có hiệu lực vào năm 2004. Tuy nhiên, những chỉ trích từ các ngân hàng, hiệp hội thương mại và các cơ quan quản lý quốc gia đã dẫn đến một vài lần trì hoãn. Cho đến tận tháng 6 năm 2004 dự thảo cuối cùng của Basel 2 mới được công bố, và các ngân hàng châu Âu bắt đầu thực hiện hiệp định mới vào đầu năm 2008. Các ngân hàng Hoa Kỳ đã đệ trình kế hoạch tuân thủ Basel 2 vào năm 2008, nhưng việc thực thi đầy đủ phải đợi đến năm 2009. Chỉ khoảng hơn 10 ngân hàng lớn nhất của Hoa Kỳ phải tuân thủ Basel 2; tất cả những ngân hàng khác được phép sử dụng phiên bản đơn giản hóa.

Tuy nhiên, cuộc khủng hoảng tài chính toàn cầu đã bộc lộ nhiều hạn chế của hiệp định mới. Thứ nhất, Basel 2 không yêu cầu các ngân hàng phải có đủ vốn để chống lại sự gián đoạn tài chính xảy ra trong giai đoạn này. Thứ hai, trọng số rủi ro trong cách tiếp cận chuẩn hóa phụ thuộc rất nhiều vào xếp hạng tín dụng, vốn được chứng minh là cực kỳ không đáng tin cậy trong thời gian sắp xảy ra khủng hoảng tài chính. Thứ ba, Basel 2 có tính thuận chu kỳ mạnh - nghĩa là nó yêu cầu các ngân hàng nắm giữ ít vốn hơn vào thời điểm tốt và nhiều hơn vào thời điểm xấu, do đó lại làm trầm trọng thêm chu kỳ tín dụng. Do xác suất vỡ nợ và tổn thất dự kiến đối với các loại tài sản khác nhau tăng lên trong thời gian xấu, nên Basel 2 có thể yêu cầu nhiều vốn hơn vào đúng thời điểm vốn đang thiếu hụt nhất. Đây là mối quan tâm đặc biệt nghiêm trọng sau cuộc khủng hoảng tài chính toàn cầu. Do cuộc khủng hoảng này, số dư vốn của các ngân hàng bị xói mòn, dẫn đến việc cắt giảm cho vay, tạo ra một lực cản lớn đối với nền kinh tế. Basel 2 khiến việc cắt giảm cho vay này thậm chí còn tồi tệ hơn, gây hại nhiều hơn cho nền kinh tế. Thứ tư, Basel 2 đã không tập trung đầy đủ vào nguy cơ xảy ra tình trạng cạn kiệt thanh khoản, một vấn đề khiến các định chế tài chính sụp đổ trong cuộc khủng hoảng tài chính.

Do những hạn chế này, vào năm 2010, Ủy ban Basel đã phát triển một hiệp định mới, Basel 3. Basel 3 củng cố các tiêu chuẩn về vốn không chỉ bằng cách nâng cao chúng một cách rõ rệt mà còn bằng cách cải thiện chất lượng vốn, làm cho các tiêu chuẩn vốn ít mang tính thuận chu kỳ hơn bằng cách tăng các yêu cầu về vốn trong thời điểm tốt và hạ thấp chúng trong thời điểm xấu, đưa ra các quy định mới về việc sử dụng xếp hạng tín dụng và yêu cầu các định chế tài chính phải có nguồn vốn ổn định hơn để họ có thể chống chọi tốt hơn với các cú sốc thanh khoản. Các biện pháp để đạt được những mục tiêu này đang gây nhiều tranh cãi vì lo ngại rằng việc thắt chặt các tiêu chuẩn vốn có thể khiến các ngân hàng hạn chế cho vay, điều này sẽ khiến các nền kinh tế trên toàn thế giới khó phục hồi sau cuộc suy thoái sâu gần đây. Basel 3 đang dần được triển khai chậm rãi, với mục tiêu triển khai toàn diện kéo dài đến cuối năm 2019. Liệu Basel 3 có được hoàn thành vào ngày đó hay không và liệu nó có thành công trong việc hạn chế hấp thụ rủi ro hay không, điều này không thể biết được.

Biện pháp khắc phục cấp tốc

Khi lượng vốn của một định chế tài chính giảm thấp, sẽ dẫn đến hai vấn đề nghiêm trọng. Thứ nhất, ngân hàng có nhiều nguy cơ phá sản hơn bởi vì họ có một vùng đệm vốn nhỏ hơn nếu bị lỗ từ cho vay hoặc do giảm giá trị của tài sản khác. Thứ hai, với ít vốn hơn, một định chế tài chính có ít "*skin in the game*" hơn và do đó có nhiều khả năng hấp thụ quá nhiều rủi ro. Nói cách khác, vấn đề rủi ro đạo đức trở nên trầm trọng hơn, khiến nhiều khả năng định chế đó sẽ phá sản và người đóng thuế sẽ phải chịu trận. Để ngăn chặn điều này, Đạo luật Cải tiến Công ty Bảo hiểm Tiền gửi Liên bang năm 1991 đã thông qua các điều khoản biện pháp khắc phục cấp tốc yêu cầu FDIC can thiệp sớm hơn và mạnh mẽ hơn khi một ngân hàng gặp khó khăn.

Các ngân hàng hiện nay được phân thành năm nhóm dựa trên vốn ngân hàng. Nhóm 1, được phân loại là "vốn hóa tốt", bao gồm các ngân hàng có lượng vốn vượt đáng kể yêu cầu vốn tối thiểu và được phép có các đặc quyền như khả năng thực hiện bảo lãnh phát hành chứng khoán. Các ngân hàng trong nhóm 2, được phân loại là "vốn hóa đầy đủ", đáp ứng các yêu cầu về vốn tối thiểu và không phải thực hiện các biện pháp khắc phục nhưng không được phép hưởng các đặc quyền của các ngân hàng có vốn hóa tốt. Các ngân hàng thuộc nhóm 3, "thiếu vốn", không đáp ứng được các yêu cầu về vốn. Các ngân hàng thuộc nhóm 4 và 5 lần lượt là "thiếu vốn đáng kể" và "thiếu vốn nghiêm trọng" và không được phép trả lãi suất tiền gửi cao hơn mức trung bình. Ngoài ra, đối với các ngân hàng nhóm 4 và 5, FDIC bị yêu cầu phải thực hiện các biện pháp khắc phục cấp tốc, chẳng hạn như yêu cầu các ngân hàng này trình kế hoạch khôi phục vốn, hạn chế tăng trưởng tài sản và phải có sự chấp thuận của cơ quan quản lý khi mở chi nhánh mới hoặc phát triển ngành nghề kinh doanh mới. Các ngân hàng vốn hóa yếu tới mức có vốn chủ sở hữu chiếm dưới 2% tài sản được xếp vào nhóm 5 và FDIC phải thực hiện quy trình đóng cửa chúng.

Giám sát tài chính: Cấp phép thành lập và Kiểm tra

Việc giám sát người vận hành và cách thức vận hành các định chế tài chính, được gọi là **giám sát tài chính** hoặc **giám sát thận trọng**, là một biện pháp quan trọng để giảm lựa chọn bất lợi và rủi ro đạo đức trong ngành tài chính. Vì có thể lợi dụng các định chế tài chính để tham gia vào các hoạt động mang tính đầu cơ cao, những doanh nhân quá tham vọng hoặc kẻ xấu thường rất muốn được điều hành một định chế tài chính. Cấp phép thành lập các định chế tài chính là một trong những phương pháp ngăn ngừa vấn đề lựa chọn bất lợi này; thông qua việc cấp phép, các định chế xin phép thành lập mới sẽ được sàng lọc để ngăn chặn việc chúng bị kiểm soát bởi những người không phù hợp.

Một ngân hàng thương mại có thể được cấp phép thành lập bởi cơ quan kiểm soát tiền tệ (trong trường hợp là ngân hàng cấp quốc gia) hoặc bởi cơ quan quản lý ngân hàng của bang (trong trường hợp ngân hàng cấp bang). Để được cấp phép, những người lên kế hoạch thành lập ngân hàng phải nộp một đơn đăng ký cho biết họ dự định điều hành ngân hàng như thế nào. Khi đánh giá đơn đăng ký, cơ quan quản lý sẽ kiểm tra chất lượng quản lý dự kiến của ngân hàng, thu nhập dự kiến của ngân hàng và số vốn ban đầu của ngân hàng để đánh giá liệu ngân hàng có khả năng hoạt động tốt hay không. Trước năm 1980, cơ quan cấp phép thường tìm hiểu cả việc cộng đồng có cần một ngân hàng mới hay không. Thường thì một ngân hàng mới sẽ không được cấp phép nếu các ngân hàng hiện tại trong cộng đồng có khả năng bị ảnh hưởng bởi sự hiện diện của nó. Ngày nay, quan điểm phản cạnh tranh này (được biện minh bởi mong muốn ngăn chặn sự phá sản của các ngân hàng hiện tại) không còn mạnh mẽ trong quá trình xem xét cấp phép nữa.

Khi một ngân hàng đã được cấp phép thành lập, ngân hàng phải nộp các *báo cáo tổng hợp* định kỳ (thường là hàng quý) cho biết tài sản và nợ phải trả của ngân hàng, thu nhập và cổ tức, quyền sở hữu, hoạt động ngoại hối và các chi tiết khác. Ngân hàng cũng phải

chịu sự kiểm tra của các cơ quan quản lý ngân hàng để xác định tình trạng tài chính của mình ít nhất mỗi năm một lần. Để tránh trùng lặp, ba cơ quan liên bang làm việc cùng nhau và thường chấp nhận các kết quả kiểm tra của nhau. Điều này có nghĩa là, thông thường, các ngân hàng quốc gia bị kiểm tra bởi Văn phòng Kiểm soát Tiền tệ, các ngân hàng bang là thành viên của Hệ thống dự trữ liên bang sẽ bị Fed kiểm tra và các ngân hàng bang được bảo hiểm không phải là thành viên sẽ bị FDIC kiểm tra.

Các cuộc kiểm tra tại chỗ thường xuyên nhằm hạn chế rủi ro đạo đức, cho phép các nhà quản lý giám sát xem một định chế có tuân thủ các yêu cầu về vốn và các hạn chế đối với việc nắm giữ tài sản hay không. Thanh tra sử dụng *xếp hạng CAMELS** cho các ngân hàng. Từ viết tắt này dựa trên sáu lĩnh vực được đánh giá: mức độ an toàn vốn, chất lượng tài sản, quản lý, thu nhập, tính thanh khoản và độ nhạy cảm với rủi ro thị trường. Có thông tin này về hoạt động của ngân hàng, các cơ quan quản lý có thể thực thi các quy định bằng các hành động chính thức như ban hành *lệnh đình chỉ** để điều chỉnh hành vi của ngân hàng hoặc thậm chí đóng cửa ngân hàng nếu xếp hạng CAMELS của ngân hàng đó đủ thấp. Các hành động nhằm hạn chế các ngân hàng hấp thụ quá nhiều rủi ro để giảm thiểu rủi ro đạo đức cũng giúp giảm vấn đề lựa chọn bất lợi, bởi vì khi có ít cơ hội hấp thụ rủi ro hơn, các doanh nhân ưa rủi ro sẽ ít hứng thú với ngành ngân hàng hơn.

* CAMELS là chữ cái đầu của *Capital adequacy, Asset quality, Management, Earnings, Liquidity, và Sensitivity to market risk*

* Một lệnh đình chỉ, *cease and desist order*, là một ràng buộc có tính pháp lý, yêu cầu ngân hàng đang có hoặc bị nghi ngờ có vi phạm phải đình chỉ hành vi đáng nghi ngờ đó của mình.

Lưu ý rằng các phương pháp được các cơ quan quản lý sử dụng để đối phó với lựa chọn bất lợi và rủi ro đạo đức có các phiên bản tương ứng trong thị trường tài chính tư nhân (xem Chương 8 và 9). Việc cấp phép thành lập tương tự như việc sàng lọc những người vay tiềm năng; các quy định hạn chế nắm giữ tài sản rủi ro tương tự như các điều khoản hạn chế ngăn cản các công ty đi vay tham gia vào các hoạt động đầu tư rủi ro; các yêu cầu về vốn hoạt động giống như các điều khoản hạn chế đòi hỏi giá trị ròng tối thiểu của các công ty đi vay; và việc kiểm tra thường xuyên tương tự như việc giám sát khách hàng vay của các định chế cho vay.

Kiểm tra ngân hàng được thực hiện bởi các thanh tra ngân hàng, những người này đôi khi thực hiện các chuyến thăm không báo trước đến ngân hàng (để không có gì bị giấu đi trước kỳ kiểm tra của họ). Các thanh tra nghiên cứu sổ sách của ngân hàng để xem liệu ngân hàng có tuân thủ các quy tắc và quy định áp dụng cho việc nắm giữ tài sản của ngân hàng đó hay không. Nếu các chứng khoán hoặc khoản cho vay mà ngân hàng đang nắm giữ là quá rủi ro, thanh tra có thể buộc ngân hàng loại bỏ chúng. Nếu thanh tra đánh giá rằng một khoản vay không có khả năng hoàn trả, thanh tra có thể buộc ngân hàng tuyên bố khoản vay đó là vô giá trị (xóa khoản nợ đó, và sẽ làm giảm vốn của ngân hàng). Nếu sau khi kiểm tra, thanh tra cảm thấy ngân hàng không có đủ vốn hoặc có những hành vi thiếu trung thực, thì ngân hàng đó có thể bị tuyên bố là "ngân hàng có vấn đề" và sẽ bị kiểm tra thường xuyên hơn.

Đánh giá quản lý rủi ro

Theo truyền thống, các cuộc kiểm tra tại chỗ tập trung chủ yếu vào việc đánh giá chất lượng của bảng cân đối kế toán tại một thời điểm của một định chế tài chính và việc họ tuân thủ các yêu cầu về vốn và các hạn chế nắm giữ tài sản. Mặc dù trọng tâm truyền thống này vẫn quan trọng trong việc giảm thiểu việc hấp thụ rủi ro quá mức của các định chế tài chính, nhưng nó không còn được coi là đầy đủ trong thế giới ngày nay, khi đổi mới tài chính đã tạo ra các thị trường và công cụ mới giúp các định chế tài chính và nhân viên có thể "chơi lớn" một cách dễ dàng và nhanh chóng. Trong môi trường tài chính mới này, một định chế tài chính đang lành mạnh có thể bị mất khả năng thanh toán cực kỳ nhanh chóng ngay sau đó do kinh doanh thua lỗ, như đã được chứng minh một cách rõ ràng qua sự phá sản của Barings năm 1995 (đã thảo luận trong Chương 9). Vì vậy, một cuộc kiểm tra chỉ tập trung vào tình hình của một định chế tài chính tại một thời điểm trên thực tế

có thể không hiệu quả trong việc chỉ ra rằng họ có hấp thụ rủi ro quá mức trong tương lai gần hay không.

Sự thay đổi của môi trường tài chính đã dẫn đến sự thay đổi lớn trong tư duy về quy trình giám sát thận trọng trên toàn thế giới. Ví dụ, các thanh tra ngân hàng hiện đang chú trọng nhiều hơn vào việc đánh giá tính hợp lý của các quy trình quản lý của ngân hàng trong việc kiểm soát rủi ro. Sự thay đổi trong tư duy này được phản ánh trong việc Hệ thống Dự trữ Liên bang đặt trọng tâm mới vào quản lý rủi ro, bắt đầu từ hướng dẫn năm 1993 cho các thanh tra liên quan đến các hoạt động giao dịch và phái sinh. Trọng tâm này đã được mở rộng và chính thức hóa trong Sổ tay Hướng dẫn Hoạt động Giao dịch ban hành đầu năm 1994, cung cấp cho thanh tra ngân hàng các công cụ để đánh giá hệ thống quản lý rủi ro. Cuối năm 1995, Cục Dự trữ Liên bang và cơ quan kiểm soát tiền tệ thông báo rằng họ sẽ đánh giá các quy trình quản lý rủi ro tại các ngân hàng mà họ giám sát. Giờ đây, các thanh tra ngân hàng đưa ra điểm quản lý rủi ro riêng biệt, từ 1 đến 5, và được ghép vào trong xếp hạng quản lý tổng thể như một phần của hệ thống CAMELS. Bốn yếu tố của quản lý rủi ro lành mạnh được đánh giá trong xếp hạng quản lý rủi ro bao gồm: (1) chất lượng giám sát của ban giám đốc và quản lý cấp cao; (2) tính đầy đủ của các chính sách và giới hạn cho tất cả các hoạt động có rủi ro đáng kể; (3) chất lượng của hệ thống giám sát và đo lường rủi ro; và (4) tính đầy đủ của kiểm soát nội bộ để ngăn chặn gian lận hoặc các hoạt động không được phép của nhân viên.

Sự chuyển hướng tập trung vào các quy trình quản lý này cũng được phản ánh trong các hướng dẫn được các cơ quan quản lý ngân hàng Hoa Kỳ áp dụng gần đây để đối phó với rủi ro lãi suất. Các hướng dẫn này yêu cầu hội đồng quản trị của ngân hàng thiết lập các giới hạn rủi ro lãi suất, bổ nhiệm các lãnh đạo của ngân hàng để quản lý rủi ro lãi suất và giám sát mức độ tiếp xúc rủi ro của ngân hàng. Hướng dẫn này cũng yêu cầu lãnh đạo cấp cao của ngân hàng xây dựng các chính sách và quy trình quản lý rủi ro chính thức để đảm bảo rằng các giới hạn rủi ro của ban giám đốc không bị vi phạm và thực hiện các kiểm soát nội bộ để giám sát rủi ro lãi suất và tuân thủ các chỉ thị của hội đồng quản trị. Đặc biệt quan trọng là các bài **kiểm tra sức chịu đựng**, tính toán các khoản lỗ tiềm ẩn và nhu cầu bổ sung vốn theo các tình huống giả định và các tính toán **giá trị gặp rủi ro (VaR)**, đo lường quy mô của khoản lỗ trên danh mục đầu tư giao dịch — ví dụ, trong khoảng thời gian hai tuần — có thể xảy ra với xác suất 1%. Bên cạnh các hướng dẫn này, các thanh tra ngân hàng sẽ tiếp tục tính đến rủi ro lãi suất trong việc quyết định các yêu cầu về vốn của ngân hàng.

Yêu cầu công bố thông tin

Vấn đề người ăn theo được mô tả trong Chương 8 chỉ ra rằng cá nhân gửi tiền và cho vay không có đủ động cơ để tự sản xuất thông tin về chất lượng tài sản của một định chế tài chính. Để đảm bảo trên thị trường có thông tin đủ tốt, các cơ quan quản lý có thể yêu cầu các định chế tài chính tuân thủ các nguyên tắc chuẩn mực kế toán nhất định và công bố nhiều loại thông tin giúp thị trường đánh giá chất lượng danh mục đầu tư của định chế và mức độ rủi ro của định chế đó. Thông tin công khai hơn về rủi ro mà các định chế tài chính phải gánh chịu và chất lượng danh mục đầu tư của họ có thể giúp cho người sở hữu cổ phiếu, chủ nợ và người gửi tiền đánh giá và giám sát các định chế tài chính tốt hơn và do đó giúp ngăn chặn sự hấp thụ rủi ro quá mức.

Yêu cầu công bố thông tin là một thành phần chính của điều tiết tài chính. Basel 2 đặc biệt chú trọng đến yêu cầu công bố thông tin, một trong ba trụ cột của hiệp định tập trung vào việc tăng cường kỷ luật thị trường bằng cách yêu cầu các định chế ngân hàng tăng cường công bố thông tin về mức tín dụng, lượng dự trữ và vốn của họ. Đạo luật Chứng khoán năm 1933 và Ủy ban Chứng khoán và Sở giao dịch (SEC), được thành lập năm 1934, cũng áp đặt các yêu cầu công bố thông tin đối với bất kỳ công ty nào, bao gồm cả các định chế tài chính phát hành chứng khoán giao dịch công khai. Ngoài ra, SEC đã yêu cầu

các định chế tài chính cung cấp thêm thông tin về các vị thế ngoại bảng của họ và về cách họ định giá danh mục đầu tư của mình.

Chúng ta cần tới các quy định về tăng cường công bố thông tin để hạn chế việc gia tăng hấp thụ rủi ro quá mức và nâng cao chất lượng thông tin trên thị trường, giúp các nhà đầu tư có thể đưa ra các quyết định sáng suốt, từ đó cải thiện khả năng phân bổ vốn vào nơi hiệu quả nhất của thị trường tài chính. Các yêu cầu công bố thông tin của SEC được đề cập ở trên, cũng như quy định đối với các công ty môi giới, quỹ tương hỗ, sở giao dịch và cơ quan xếp hạng tín dụng để đảm bảo rằng họ cung cấp thông tin đáng tin cậy và bảo vệ các nhà đầu tư đã hỗ trợ tính hiệu quả của thị trường. Đạo luật Sarbanes-Oxley năm 2002 đẩy mạnh hơn nữa việc công bố thông tin khi khuyến khích việc kiểm toán chính xác báo cáo thu nhập doanh nghiệp và bảng cân đối kế toán, thành lập Ban Giám sát Kế toán Công ty (PCAOB- Public Company Accounting Oversight Board) để giám sát ngành kiểm toán và đưa ra các quy định để hạn chế xung đột lợi ích trong ngành dịch vụ tài chính.

Bảo vệ người tiêu dùng

Sự tồn tại của thông tin bất cân xứng cho thấy người tiêu dùng thường không có đủ thông tin để bảo vệ mình một cách đầy đủ trong các giao dịch tài chính. Đã có nhiều hình thức quy định để bảo vệ người tiêu dùng. Đạo luật Bảo vệ Người tiêu dùng năm 1969 (thường được gọi là Đạo luật Sự thật trong Hoạt động Cho vay) yêu cầu tất cả các bên cho vay, không chỉ các ngân hàng, phải cung cấp thông tin cho người tiêu dùng về chi phí vay, bao gồm cả việc công bố lãi suất chuẩn (được gọi là *lãi suất phần trăm hàng năm* hoặc *APR*-annual percentage rate) và tổng chi phí tài chính của khoản vay. Đạo luật Thanh toán Tín dụng Công bằng năm 1974 yêu cầu các chủ nợ, đặc biệt là các tổ chức phát hành thẻ tín dụng, làm rõ phương pháp đánh giá các loại phí tài chính và yêu cầu các khiếu nại về thanh toán phải được xử lý nhanh chóng.

Quốc hội cũng thông qua luật để giảm sự phân biệt đối xử trên thị trường tín dụng. Đạo luật Cơ hội Tín dụng Bình đẳng năm 1974 và được gia hạn vào năm 1976 cấm người cho vay phân biệt đối xử dựa trên chủng tộc, giới tính, tình trạng hôn nhân, tuổi tác hoặc nguồn gốc quốc gia. Đạo luật này được Cục Dự trữ Liên bang quản lý theo Quy định B., Đạo luật Tái đầu tư Cộng đồng (CRA-Community Reinvestment Act) năm 1977 được ban hành để ngăn chặn hành vi "lằn ranh đỏ"*, là việc người cho vay từ chối cho vay trong một khu vực cụ thể (được đánh dấu bằng một đường màu đỏ giả định trên bản đồ). Đạo luật Tái đầu tư của Cộng đồng yêu cầu các ngân hàng phải chứng minh rằng họ cho vay ở tất cả các khu vực mà họ huy động tiền gửi và nếu các ngân hàng bị phát hiện không tuân thủ, các cơ quan quản lý có thể từ chối đơn đăng ký sáp nhập, mở chi nhánh hoặc các hoạt động mới khác của họ.

* *Redlining*, vẽ ra một đường ranh giới màu đỏ, dùng để chỉ việc các định chế từ chối cung cấp dịch vụ cho một khu vực nghèo, hoặc nếu có thì thu lãi suất cao hơn bình thường.

Cuộc khủng hoảng tài chính toàn cầu đã cho thấy nhu cầu bảo vệ người tiêu dùng mạnh mẽ hơn, bởi vì rất nhiều người đi vay đã ký các điều khoản mà họ không hiểu và vượt quá khả năng trả nợ của họ. (Tai tiếng nhất là các khoản vay NINJA, được cấp cho những người vay không có thu nhập, không có việc làm và không có tài sản*.) Kết quả là hàng triệu người bị tịch thu nhà, với nhiều hộ gia đình mất nhà cửa. Như chúng ta sẽ thấy trong Chương 12, Quốc hội đã phản ứng bằng cách thành lập một cơ quan bảo vệ người tiêu dùng mới để ngăn chặn hình thức cho vay này tái diễn.

* NINJIA là viết tắt của *No Income, No Job or Assets*. Đây là loại hình cho vay không cần chứng minh thu nhập, nghề nghiệp hoặc tài sản thế chấp, mà chỉ cần có một ngưỡng điểm tín dụng nhất định. Loại hình này cực kỳ rủi ro và sau khủng hoảng 2008 về cơ bản đã bị loại bỏ.

Hạn chế cạnh tranh

Sự gia tăng cạnh tranh cũng có thể làm tăng động cơ rủi ro đạo đức khiến các định chế tài chính hấp thụ nhiều rủi ro hơn. Khả năng sinh lợi giảm do cạnh tranh gia tăng có thể thúc đẩy các định chế tài chính sẵn sàng hấp thụ nhiều rủi ro hơn trong nỗ lực duy trì mức lợi nhuận cũ. Vì vậy, chính phủ ở nhiều nước đã đưa ra các quy định để bảo vệ các định chế tài chính khỏi sự cạnh tranh. Ở Hoa Kỳ trong quá khứ có hai hình thức như vậy. Đầu tiên là các hạn chế mở chi nhánh, được mô tả trong Chương 11, làm giảm sự cạnh tranh giữa

các ngân hàng. Tuy nhiên, những hạn chế này đã bị loại bỏ vào năm 1994. Hình thức thứ hai là việc ngăn cản các định chế phi ngân hàng cạnh tranh với các ngân hàng bằng cách ngăn họ tham gia vào hoạt động kinh doanh ngân hàng, như quy định trong Đạo luật Glass-Steagall đã bị bãi bỏ vào năm 1999.

Mặc dù các hạn chế về cạnh tranh giúp tăng cường sức khỏe của các ngân hàng, nhưng chúng có một số nhược điểm nghiêm trọng: Chúng dẫn đến việc người tiêu dùng phải trả phí cao hơn và làm giảm hiệu quả của các định chế ngân hàng, lúc này không còn phải cạnh tranh mạnh mẽ như trước. Do đó, mặc dù sự tồn tại của thông tin bất cân xứng cung cấp cơ sở lý luận cho các quy định chống cạnh tranh, nhưng điều đó không có nghĩa là chúng sẽ có lợi. Trong những năm gần đây, chính phủ các nước công nghiệp phát triển đã giảm dần việc hạn chế cạnh tranh.

Sơ lược

Phân tích thông tin bất cân xứng giải thích các loại quy định điều tiết tài chính cần có để giảm thiểu rủi ro đạo đức và lựa chọn bất lợi trong hệ thống tài chính. Tuy nhiên, hiểu được lý thuyết nền tảng của việc điều tiết không có nghĩa là việc quy định và giám sát hệ thống tài chính dễ dàng trong thực tế. Việc bắt các cơ quan quản lý và giám sát thực hiện đúng công việc của họ là rất khó vì một số lý do. Đầu tiên, như chúng ta sẽ thấy trong phần thảo luận về đổi mới tài chính ở Chương 11, các định chế tài chính, khi tìm kiếm lợi nhuận, có thừa động lực để khai thác lỗ hổng nhằm né các quy định hiện hành. Do đó, mục tiêu của điều tiết luôn chuyển động. Các cơ quan quản lý liên tục chơi trò mèo vờn chuột với các định chế tài chính — các định chế tài chính nghĩ ra những cách thông minh để né các quy định, khiến các cơ quan quản lý phải sửa đổi các hoạt động điều tiết. Các cơ quan quản lý liên tục phải đối mặt với những thách thức mới trong một hệ thống tài chính luôn thay đổi năng động và trừ khi họ có thể phản ứng nhanh chóng, có thể họ không ngăn nổi các định chế tài chính hấp thụ rủi ro quá mức. Vấn đề này có thể trở nên trầm trọng hơn nếu các nhà quản lý và giám sát không có đủ nguồn lực hoặc chuyên môn cần thiết để theo kịp những kẻ khôn ngoan đang tìm cách lách các quy định hiện hành.

Quản lý và giám sát tài chính còn gặp khó khăn vì hai lý do khác. Trong trò chơi quy định và giám sát, sự lắt léo ẩn trong các chi tiết. Sự khác biệt nhỏ trong các chi tiết có thể gây ra hậu quả không lường trước được; trừ khi các cơ quan quản lý có được các quy định và giám sát cực kỳ chuẩn, họ khó ngăn nổi sự hấp thụ rủi ro quá mức. Ngoài ra, các công ty chịu điều tiết có thể vận động các chính trị gia với hy vọng vào việc các cơ quan quản lý và giám sát sẽ dễ dãi với họ.

Vì tất cả những lý do này, không có gì đảm bảo rằng các cơ quan quản lý và giám sát sẽ thành công trong việc thúc đẩy một hệ thống tài chính lành mạnh. Những vấn đề tương tự này cũng gây nguy hiểm cho các cơ quan quản lý tài chính ở các quốc gia khác, cũng như hộp Toàn cầu, "Điều tiết tài chính quốc tế", chỉ ra. Các quy định và giám sát tài chính không phải lúc nào cũng hoạt động tốt, dẫn đến các cuộc khủng hoảng ngân hàng ở Hoa Kỳ và trên toàn thế giới.[1]

Bởi vì có rất nhiều luật điều chỉnh hệ thống tài chính đã được thông qua ở Hoa Kỳ, rất khó để theo dõi toàn bộ chúng. Để hỗ trợ nghiên cứu, Bảng 1 liệt kê các đạo luật tài chính chủ chốt được thông qua kể từ đầu thế kỷ XX và phác thảo các điều khoản chính của mỗi đạo luật.

[1]Hoa Kỳ đã trải qua một cuộc khủng hoảng ngân hàng lớn trong những năm 1980, một cuộc khủng hoảng đã ảnh hưởng đặc biệt nghiêm trọng đến ngành tiết kiệm và cho vay. Câu chuyện về cuộc khủng hoảng ngân hàng này là một câu chuyện hấp dẫn, liên quan đến những vụ bê bối rùm beng và thậm chí cả đến Thượng nghị sĩ John McCain, người từng là ứng cử viên tổng thống năm 2008. Cuộc khủng hoảng này được thảo luận trong phụ lục đầu tiên của chương này, "Cuộc khủng hoảng ngân hàng và định chế tiết kiệm và cho vay những năm 1980," có tại www.pearson.com/mylab/economics. Phụ lục thứ hai của chương này, "Các cuộc khủng hoảng ngân hàng trên toàn thế giới", thảo luận về các cuộc khủng hoảng ngân hàng ở các nước khác. Phụ lục thứ hai cũng có tại www.pearson.com/mylab/economics.

Toàn cầu Điều tiết Tài chính Quốc tế

Bởi vì vấn đề thông tin bất cân xứng trong ngành ngân hàng là một thực tế của cuộc sống trên toàn thế giới, các quy định điều tiết tài chính ở các quốc gia khác cũng tương tự như ở Hoa Kỳ. Các định chế tài chính được cấp phép và giám sát bởi các cơ quan quản lý của chính phủ, giống như ở Hoa Kỳ. Các yêu cầu về công bố thông tin đối với các định chế tài chính và doanh nghiệp phát hành chứng khoán cũng tương tự ở các nước phát triển khác. Bảo hiểm tiền gửi cũng là một tính năng của hệ thống quản lý của hầu hết các quốc gia khác, mặc dù phạm vi bảo hiểm của nó thường nhỏ hơn ở Hoa Kỳ, và không được quảng cáo một cách có chủ ý. Chúng ta cũng nhận thấy rằng các yêu cầu về vốn đang trong quá trình chuẩn hóa giữa các quốc gia để tuân thủ các thỏa thuận như Hiệp định Basel.

Các vấn đề cụ thể trong điều tiết tài chính xảy ra khi các định chế tài chính hoạt động ở nhiều quốc gia và do đó có thể dễ dàng chuyển hoạt động kinh doanh của họ từ quốc gia này sang quốc gia khác. Các cơ quan quản lý tài chính kiểm tra chặt chẽ các hoạt động trong nước của các định chế tài chính ở nước mình, nhưng họ thường không có kiến thức hoặc khả năng theo dõi chặt chẽ các hoạt động ở các nước khác, các hoạt động được điều hành bởi các chi nhánh nước ngoài của định chế trong nước hoặc bởi các định chế nước ngoài với các chi nhánh trong nước. Ngoài ra, khi một định chế tài chính hoạt động ở nhiều quốc gia, không phải lúc nào cũng rõ ràng cơ quan quản lý quốc gia nào phải có trách nhiệm chính trong việc giữ cho định chế không tham gia vào các hoạt động quá rủi ro.

Những khó khăn vốn có trong quy định tài chính quốc tế được nhấn mạnh bởi sự sụp đổ của Ngân hàng Tín dụng và Thương mại Quốc tế (BCCI-Bank of Credit and Commerce International) vào năm 1991. BCCI, mặc dù hoạt động ở hơn 70 quốc gia, bao gồm cả Hoa Kỳ và Vương quốc Anh, được giám sát bởi Luxembourg, một đất nước khá nhỏ so với quy mô của nhiệm vụ. Khi những gian lận lớn bị phát hiện, Ngân hàng Trung ương Anh đã đóng cửa BCCI, nhưng khi đó người gửi tiền và người sở hữu cổ phiếu đã chịu thiệt hại lớn. Sự hợp tác giữa các cơ quan quản lý ở các quốc gia khác nhau và việc tiêu chuẩn hóa các yêu cầu pháp lý cung cấp các giải pháp tiềm năng cho các vấn đề của quy định tài chính quốc tế. Thế giới đã đi theo hướng này thông qua các thỏa thuận như Hiệp định Basel và các thủ tục giám sát do Ủy ban Basel công bố vào tháng 7 năm 1992, yêu cầu các hoạt động trên toàn thế giới của một ngân hàng phải chịu sự giám sát của một cơ quan quản lý quốc gia duy nhất có quyền hạn nâng cao để thu thập thông tin về các hoạt động của ngân hàng. Ủy ban Basel cũng ra phán quyết rằng các cơ quan quản lý ở các quốc gia khác có thể hạn chế hoạt động của một ngân hàng nước ngoài nếu họ tin rằng ngân hàng đó thiếu sự giám sát hiệu quả. Liệu các hiệp định kiểu này có giải quyết được vấn đề điều tiết tài chính quốc tế trong tương lai hay không là một câu hỏi còn bỏ ngỏ.

BẢNG 1 Các Đạo luật tài chính chủ yếu ở Hoa Kỳ

Đạo luật dự trữ liên bang (1913)

Tạo ra Hệ thống Dự trữ Liên bang

Đạo luật McFadden năm 1927

Các ngân hàng bị cấm mở chi nhánh qua biên giới bang

Các ngân hàng cấp quốc gia và ngân hàng cấp bang được bình đẳng về quyền mở chi nhánh

Đạo luật ngân hàng năm 1933 (Glass-Steagall) và năm 1935

Tạo ra FDIC

Tách ngân hàng thương mại khỏi ngành chứng khoán

Cấm trả lãi tiền gửi giao dịch và hạn chế các khoản tiền gửi này đối với các ngân hàng thương mại

Đặt trần lãi suất cho các khoản tiền gửi khác

BẢNG 1 **(tiếp tục)**

Đạo luật chứng khoán năm 1933 và Đạo luật giao dịch chứng khoán năm 1934

Yêu cầu nhà đầu tư được nhận thông tin tài chính về chứng khoán chào bán ra công chúng

Nghiêm cấm trình bày sai và gian lận trong việc bán chứng khoán

Thành lập Ủy ban Chứng khoán và Sở giao dịch (SEC)

Đạo luật Công ty Đầu tư năm 1940 và Đạo luật Cố vấn Đầu tư năm 1940

Quản lý các công ty đầu tư, bao gồm cả quỹ tương hỗ

Quản lý các cố vấn đầu tư

Đạo luật Công ty mẹ của Ngân hàng và Tu chính án Douglas (1956)

Làm rõ tình trạng của các công ty mẹ ngân hàng (BHC)

Trao trách nhiệm pháp lý cho Cục Dự trữ Liên bang đối với BHC

Đạo luật bãi bỏ quy định và kiểm soát tiền tệ (DIDMCA) của các định chế tiền gửi năm 1980

Cho các định chế tiết kiệm phạm vi hoạt động rộng hơn

Chấp thuận các tài khoản NOW và tài khoản quét trên toàn quốc

Bỏ trần lãi suất tiền gửi

Áp đặt các yêu cầu dự trữ thống nhất đối với các định chế tiền gửi

Loại bỏ trần cho vay nặng lãi

Tăng bảo hiểm tiền gửi lên 100.000 đô la cho mỗi tài khoản

Đạo luật các định chế tiền gửi năm 1982 (Garn-St. Germain)

Trao cho FDIC và Công ty Bảo hiểm Khoản vay và Tiết kiệm Liên bang (FSLIC) quyền hạn khẩn cấp để hợp nhất các ngân hàng và quỹ tiết kiệm qua biên giới bang

Các định chế tiền gửi được phép cung cấp tài khoản tiền gửi thị trường tiền tệ (MMDA)

Cấp cho định chế tiết kiệm phạm vi rộng hơn trong cho vay thương mại và tiêu dùng

Đạo luật bình đẳng cạnh tranh trong ngân hàng (CEBA) năm 1987

Cung cấp 10,8 tỷ đô la để củng cố FSLIC

Đưa ra các điều khoản về kéo dài hoạt động ở các khu vực khó khăn

Đạo luật Cải cách, Phục hồi và Thực thi các Định chế Tài chính (FIRREA) năm 1989

Cung cấp vốn để giải quyết các phá sản trong S&L

Loại bỏ FSLIC và Hội đồng Ngân hàng cho vay mua nhà liên bang

Thành lập Văn phòng Giám sát Tiết kiệm để điều tiết các định chế tiết kiệm

Thành lập Công ty Resolution Trust để giải quyết các định chế tiết kiệm mất khả năng thanh toán

Tăng phí bảo hiểm tiền gửi

Áp đặt lại các hạn chế đối với các hoạt động của S&L

Đạo luật Cải tiến Công ty Bảo hiểm Tiền gửi Liên bang (FDICIA) năm 1991

Tái cấp vốn cho FDIC

Hạn chế tiền gửi qua môi giới và chính sách quá lớn để phá sản

**Regulatory forbearance* là một chính sách điều tiết cho phép các định chế tài chính tiếp tục hoạt động kể cả khi nó đã cạn vốn. Các định chế này có thể kéo dài hoạt động nhưng phải tuân thủ quy định nghiêm ngặt, thực chất là để cơ quan quản lý tránh đóng cửa định chế đó.

BẢNG 1 (tiếp tục)

Thiết lập các điều khoản về biện pháp khắc phục cấp tốc

Hướng dẫn FDIC ấn định phí bảo hiểm dựa trên rủi ro

Tăng cường kiểm tra, yêu cầu vốn và yêu cầu báo cáo

Đưa vào Đạo luật Tăng cường Giám sát Ngân hàng Nước ngoài (FBSEA), tăng cường quyền hạn của Fed trong việc giám sát các ngân hàng nước ngoài

Đạo luật về hiệu quả chi nhánh và ngân hàng liên bang Riegle-Neal năm 1994

Đảo ngược lệnh cấm dịch vụ ngân hàng qua biên giới bang

Được phép mở chi nhánh qua biên giới bang

Đạo luật hiện đại hóa dịch vụ tài chính Gramm-Leach-Bliley năm 1999

Bãi bỏ Glass-Steagall và xóa bỏ sự tách biệt giữa các ngành ngân hàng và chứng khoán

Đạo luật Sarbanes-Oxley năm 2002

Thành lập Ban Giám sát Kế toán Công ty Đại chúng (PCAOB)

Cấm một số xung đột lợi ích

Yêu cầu chứng nhận của Giám đốc điều hành và Giám đốc tài chính về báo cáo tài chính và tính độc lập của ủy ban kiểm toán

Đạo luật cải cách bảo hiểm tiền gửi liên bang năm 2005

Sáp nhập Quỹ Bảo hiểm Ngân hàng và Quỹ Bảo hiểm Hiệp hội Tiết kiệm

Tăng bảo hiểm tiền gửi trên tài khoản hưu trí cá nhân lên 250.000 đô la cho mỗi tài khoản

Đạo luật Bảo vệ Người tiêu dùng và Cải cách Phố Wall năm 2010 của Dodd-Frank

Thành lập Cục Bảo vệ Tài chính Người tiêu dùng để điều chỉnh vay thế chấp và các sản phẩm tài chính khác

Phái sinh thông thường bắt buộc phải được thanh toán bù trừ thông qua các sở giao dịch và sàn thanh toán bù trừ trung tâm

Kiểm tra sức chịu đựng ngân hàng bắt buộc hàng năm

Giới hạn cho vay của Cục Dự trữ Liên bang đối với các công ty riêng lẻ

Cho phép chính phủ tiếp quản các công ty tài chính

Thành lập Hội đồng Giám sát Ổn định Tài chính để điều chỉnh các định chế tài chính quan trọng về mặt hệ thống

Cấm các ngân hàng giao dịch độc quyền và sở hữu tỷ lệ lớn các quỹ phòng vệ

TÓM LƯỢC

1. Các khái niệm về thông tin bất cân xứng, lựa chọn bất lợi và rủi ro đạo đức giúp giải thích tại sao các chính phủ cần quy định điều tiết tài chính.
2. Có tám loại quy định tài chính cơ bản nhằm giảm thiểu các vấn đề thông tin bất cân xứng và hấp thụ rủi ro quá mức trong hệ thống tài chính: (1) hạn chế đối với việc nắm giữ tài sản; (2) yêu cầu vốn; (3) biện pháp khắc phục cấp tốc; (4) cấp phép và kiểm tra; (5) đánh giá quản lý rủi ro: (6) yêu cầu công bố thông tin; (7) bảo vệ người tiêu dùng; và (8) hạn chế cạnh tranh.

THUẬT NGỮ QUAN TRỌNG

phá sản ngân hàng, 217
hoảng loạn ngân hàng, 218
Hiệp ước Basel, 223
Ủy ban Basel về Giám sát Ngân hàng, 223
giám sát tài chính (giám sát thận trọng), 225
tỷ lệ đòn bẩy, 223
hoạt động ngoại bảng, 223
arbitrage pháp lý, 223
kiểm tra sức chịu đựng, 227
vấn đề quá lớn để phá sản, 220
giá trị gặp rủi ro (VaR), 227

CÂU HỎI

Tất cả các câu hỏi đều có trong **MyLab Economics** tại www.pearson.com/mylab/economics.

1. Tại sao bảo hiểm tiền gửi và các loại mạng lưới an toàn khác của chính phủ lại quan trọng đối với sức khỏe của nền kinh tế?
2. Nếu các công ty bảo hiểm tai nạn có thể cung cấp bảo hiểm hỏa hoạn mà không có bất kỳ hạn chế gì, có thể dẫn đến loại lựa chọn bất lợi và các vấn đề rủi ro đạo đức nào?
3. Bạn có nghĩ rằng loại bỏ hoặc hạn chế bảo hiểm tiền gửi sẽ là một ý kiến hay? Giải thích câu trả lời của bạn.
4. Phí bảo hiểm tiền gửi cao hơn đối với các ngân hàng có tài sản rủi ro hơn sẽ có lợi cho nền kinh tế như thế nào?
5. Chi phí và lợi ích của chính sách quá lớn để phá sản là gì?
6. Giả sử rằng bạn có 300.000 đô la tiền gửi tại một ngân hàng. Sau khi cân nhắc kỹ lưỡng, FDIC cho rằng ngân hàng này mất khả năng thanh toán. Bạn muốn FDIC áp dụng phương thức nào? Điều gì sẽ xảy ra nếu khoản tiền gửi của bạn là 200.000 đô la?
7. Bạn có đề xuất việc áp dụng hệ thống bảo hiểm tiền gửi, như FDIC ở Hoa Kỳ, ở một quốc gia có thể chế yếu kém, tham nhũng phổ biến và quy định kém hiệu quả của lĩnh vực tài chính không?
8. Vào đỉnh điểm của cuộc khủng hoảng tài chính toàn cầu vào tháng 10 năm 2008, Bộ Tài chính Hoa Kỳ đã buộc chín trong số các ngân hàng lớn nhất của Hoa Kỳ chấp nhận bơm vốn để đổi lấy cổ phiếu không có quyền bầu cử, mặc dù một số ngân hàng không cần vốn và không muốn tham gia. Lý do để Bộ Tài chính làm điều này có thể là gì?
9. Các hoạt động ngoại bảng đặt ra vấn đề gì đặc biệt cho các cơ quan quản lý ngân hàng, và họ đã làm gì với vấn đề đó?
10. Một số hạn chế đối với Hiệp định Basel và Basel 2 là gì? Hiệp định Basel 3 nỗ lực giải quyết những hạn chế này như thế nào?
11. Việc cấp phép hoạt động ngân hàng giảm bớt lựa chọn bất lợi thế nào? Nó có luôn hoạt động?
12. Tại sao giám sát ngân hàng chuyển xu hướng từ tập trung vào yêu cầu vốn sang tập trung vào quản lý rủi ro?
13. Giả sử rằng sau một vài vụ mua bán và sáp nhập, chỉ có một ngân hàng nắm giữ 70% tổng số tiền gửi tại Hoa Kỳ. Bạn có cho rằng ngân hàng này sẽ được coi là quá lớn để phá sản? Điều này cho bạn biết gì về quá trình hợp nhất tài chính đang diễn ra và mạng lưới an toàn của chính phủ?
14. Giả sử Universal Bank nắm giữ 100 triệu đô la tài sản, bao gồm các tài sản sau:

Dự trữ bắt buộc:	10 triệu đô la
Dự trữ vượt mức:	5 triệu đô la
Vay thế chấp:	20 triệu đô la
Trái phiếu công ty:	15 triệu đô la

Bạn có nghĩ rằng việc Universal Bank nắm giữ tài sản gồm cổ phiếu, trái phiếu công ty và hàng hóa là một ý tưởng hay? Tại sao hoặc tại sao không?

15. Tại sao nhiều cạnh tranh hơn trên thị trường tài chính có thể là một ý tưởng tồi? Hạn chế cạnh tranh có phải là một ý tưởng tốt hơn không? Tại sao hoặc tại sao không?
16. Các quy định về bảo vệ người tiêu dùng có thể ảnh hưởng tiêu cực đến lợi nhuận của định chế tài chính theo cách nào? Bạn có thể cho biết tác động tích cực của các quy định như vậy đối với lợi nhuận?

BÀI TẬP ÁP DỤNG

Tất cả các bài tập áp dụng đều có trong **MyLab Economics** *tại* www.pearson.com/mylab/economics.

17. Giả sử một ngân hàng đang phá sản. Khoản tiền gửi $ 350,000 có giá trị bao nhiêu đối với người gửi tiền nếu FDIC sử dụng phương thức hoàn vốn với tỷ lệ thu hồi điển hình? Tiền gửi có giá trị tương đương bao nhiêu nếu sử dụng phương thức mua và tiếp quản? Phương thức nào tốn kém hơn cho người nộp thuế?

18. Hãy xem xét một ngân hàng có bảng cân đối sau:

Tài sản có		Tài sản nợ	
Dự trữ bắt buộc	$ 17 triệu	Tiền gửi thanh toán	$ 205 triệu
Dự trữ vượt mức	$ 3 triệu	Vốn ngân hàng	$ 10 triệu
Trái phiếu địa phương	$ 65 triệu		
Vay thế chấp nhà ở	$ 70 triệu		
Vay thương mại	$ 60 triệu		

Theo Hiệp định Basel ban đầu, hãy tính toán tài sản có trọng số rủi ro của ngân hàng.

Các bài từ 19–21 liên quan đến chuỗi giao dịch tại Oldhat Financial.

19. Oldhat Financial bắt đầu ngày hoạt động đầu tiên với số vốn 9 triệu đô la. Ngân hàng nhận tổng cộng 130 triệu đô la tiền gửi có thể phát séc. Ngân hàng cho vay thương mại 25 triệu đô la và cho vay thế chấp 50 triệu đô la với các điều khoản sau: 200 khoản vay thế chấp tiêu chuẩn, 30 năm, lãi suất cố định với lãi danh nghĩa hàng năm 5,25%, mỗi khoản có giá trị 250,000 đô la.

    Giả sử rằng dự trữ bắt buộc là 8%.

    a. Bảng cân đối kế toán của ngân hàng như thế nào?

    b. Mức vốn hóa của ngân hàng tốt tới đâu?

    c. Tính toán tài sản có trọng số rủi ro và tỷ lệ vốn có trọng số rủi ro sau ngày đầu tiên của Oldhat.

20. Đầu ngày hôm sau, ngân hàng đầu tư 50 triệu đô la dự trữ dư thừa của mình vào các khoản vay thương mại. Cuối ngày hôm đó, tin tức xấu ập đến thị trường vay thế chấp và lãi vay thế chấp tăng vọt lên 13%, ngụ ý giá trị hiện tại của các khoản thế chấp hiện tại của Oldhat chỉ còn 124,798 đô la cho mỗi khoản thế chấp. Các nhà quản lý ngân hàng buộc Oldhat phải bán các khoản thế chấp của mình để công nhận giá trị thị trường hợp lý. Bảng cân đối của Oldhat sẽ như thế nào? Những sự kiện này ảnh hưởng đến tình hình vốn của ngân hàng như thế nào?

21. Để tránh tình trạng mất khả năng thanh toán, các cơ quan quản lý quyết định cung cấp cho Oldhat 25 triệu đô la vốn ngân hàng. Tuy nhiên, tin xấu về các khoản thế chấp được đăng trên báo địa phương, gây ra hoảng loạn ngân hàng. Kết quả là, 30 triệu đô la tiền gửi bị rút ra. Chỉ ra tác động của việc bơm vốn và hoạt động của ngân hàng trên bảng cân đối kế toán. Việc bơm vốn đã đủ để ổn định ngân hàng? Nếu các nhà quản lý ngân hàng quyết định rằng ngân hàng cần tỷ lệ vốn là 10% để ngăn chặn việc ngân hàng tiếp tục bị hoảng loạn, thì cần phải bơm thêm vốn bao nhiêu để đạt tỷ lệ vốn 10%?

BÀI TẬP PHÂN TÍCH DỮ LIỆU

Các bài tập được cập nhật bằng dữ liệu thời gian thực trong **MyLab Economics** và có thể dùng để thực hành hoặc để làm bài tập lớn.

1. Truy cập cơ sở dữ liệu FRED của Cục Dự trữ Liên bang St. Louis và tìm dữ liệu về số lượng ngân hàng thương mại ở Hoa Kỳ theo từng danh mục sau: tài sản trung bình dưới 100 triệu đô la (US100NUM), tài sản trung bình từ 100 triệu đô la đến 300 đô la triệu (US13NUM), tài sản trung bình từ 300 triệu đến 1 tỷ đô la (US31NUM), tài sản trung bình từ 1 tỷ đến 15 tỷ đô la (US115NUM) và tài sản trung bình lớn hơn 15 tỷ đô la (USG15NUM). Tải dữ liệu xuống bảng tính. Tính tỷ lệ phần trăm ngân hàng trong danh mục nhỏ nhất (dưới 100 triệu đô la) và lớn nhất (lớn hơn 15 tỷ đô la), theo tỷ lệ phần trăm của tổng số ngân hàng, cho quý gần đây nhất có dữ liệu và cho năm 1990: Q1. Điều gì đã xảy ra với nhóm các ngân hàng rất lớn? Điều gì đã xảy ra với nhóm các ngân hàng rất nhỏ? Điều này nói gì về vấn đề "quá lớn để phá sản" và rủi ro đạo đức?

2. Truy cập cơ sở dữ liệu FRED của Cục Dự trữ Liên bang St. Louis và tìm dữ liệu về phần còn lại của tài sản trừ đi nợ phải trả, hoặc vốn ngân hàng (RALACBM027SBOG) và tổng tài sản của các ngân hàng thương mại (TLAACBM027SBOG). Tải xuống dữ liệu từ tháng 1 năm 1990 đến tháng gần đây nhất vào bảng tính. Đối với mỗi lần quan sát hàng tháng, hãy tính toán tỷ lệ đòn bẩy ngân hàng là tỷ lệ vốn ngân hàng trên tổng tài sản. Tạo biểu đồ đường tỷ lệ đòn bẩy theo thời gian. Tất cả các yếu tố khác không đổi, bạn có thể kết luận gì về đòn bẩy và rủi ro đạo đức trong các ngân hàng thương mại thời gian qua?

BÀI TẬP WEB

1. Văn phòng Kiểm soát Tiền tệ chịu trách nhiệm về nhiều quy định ảnh hưởng đến hoạt động của ngân hàng. Truy cập http://www.occ.treas.gov/. Nhấp vào "OCC Regulations" trong "Law and Regulations". Bây giờ hãy nhấp vào "12 CFR Parts 1 to 199." Phần 1 bao gồm những gì? Có bao nhiêu phần trong 12 CFR? Mở Phần 18. Nó về chủ đề gì? Tóm tắt mục đích của nó.

TRANG WEB THAM KHẢO

http://www.ny.frb.org/banking/supervisionregulate.html

Xem thông tin về quy định ngân hàng của Ngân hàng Dự trữ Liên bang New York.

http://www.federalreserve.gov/Regulations/default.htm

Truy cập các ấn phẩm quy định của Cục Dự trữ Liên bang.

http://www.fdic.gov/regulations/laws/important/index.html

Mô tả các luật quan trọng nhất đã ảnh hưởng đến ngành ngân hàng ở Hoa Kỳ.

http://www.fdic.gov/bank/historical/bank/index.html

Tìm kiếm dữ liệu về sự cố ngân hàng trong bất kỳ năm nào.

11 Ngành Ngân hàng: Cấu trúc và Cạnh tranh

Mục tiêu học tập

- Nhận biết các tính năng chính của hệ thống ngân hàng và bối cảnh lịch sử của việc triển khai các tính năng này.
- Giải thích đổi mới tài chính đã dẫn đến sự phát triển của hệ thống ngân hàng ẩn như thế nào.
- Xác định những thay đổi có tính cấu trúc chính trong ngành ngân hàng thương mại.
- Tóm tắt các yếu tố dẫn đến sự hợp nhất trong ngành ngân hàng thương mại.
- Đánh giá lý do của việc tách ngân hàng khỏi các dịch vụ tài chính khác thông qua pháp luật.
- Tóm tắt sự khác biệt giữa các tổ chức tiết kiệm và các ngân hàng thương mại.
- Xác định lý do các ngân hàng Hoa Kỳ hoạt động ở nước ngoài và các ngân hàng nước ngoài hoạt động ở Hoa Kỳ.

Giới thiệu

Hoạt động của từng ngân hàng (làm thế nào họ huy động, sử dụng và quản lý quỹ để tạo ra lợi nhuận) về cơ bản là tương tự nhau trên toàn thế giới. Ở tất cả các quốc gia, ngân hàng là trung gian tài chính hoạt động kinh doanh thu lợi nhuận. Tuy nhiên, khi bạn xem xét cấu trúc và hoạt động của toàn ngành ngân hàng nói chung, thì bản thân Hoa Kỳ đã thuộc về một phân lớp riêng. Ở hầu hết các quốc gia, bốn hoặc năm ngân hàng lớn thường thống trị ngành ngân hàng, nhưng ở Hoa Kỳ, có khoảng 5.000 ngân hàng thương mại, 500 hiệp hội tiết kiệm và cho vay, 500 ngân hàng tiết kiệm tương hỗ và 6.000 liên hiệp tín dụng.

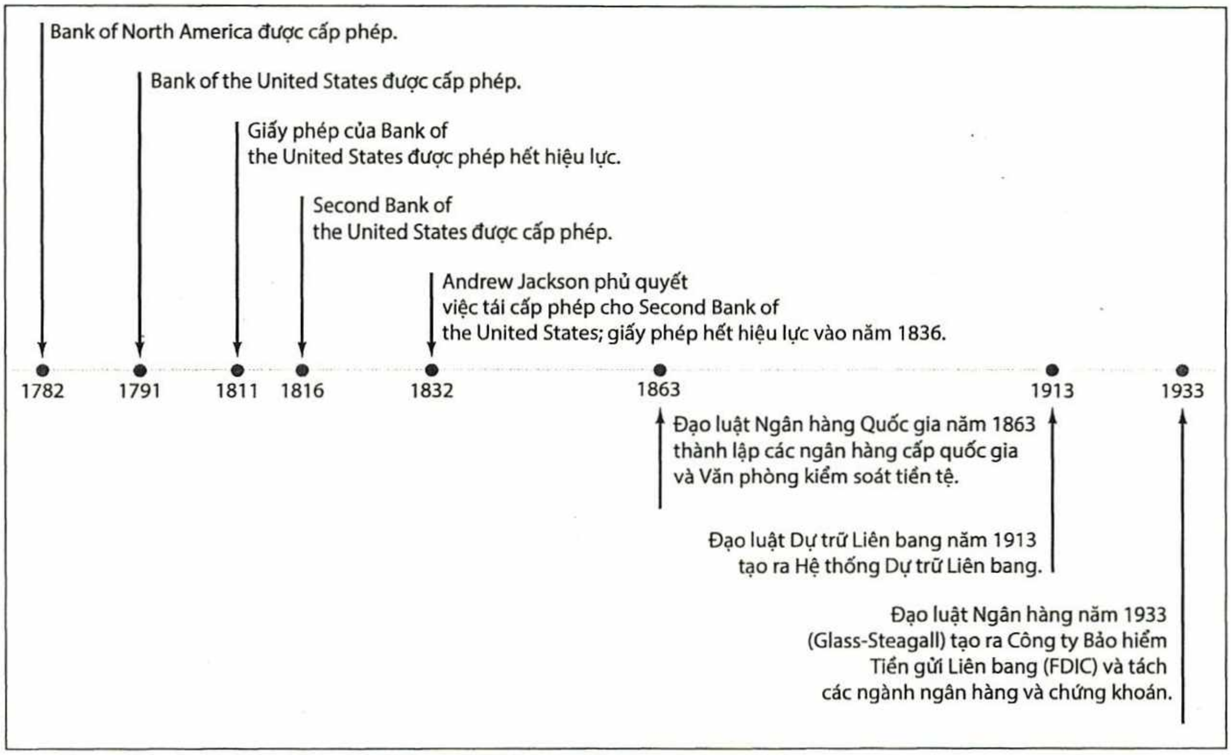
Nhiều hơn có chắc là tốt hơn? Sự đa dạng này có nghĩa là hệ thống ngân hàng tại Hoa Kỳ có tính cạnh tranh cao hơn và do đó có hiệu quả kinh tế hơn và lành mạnh hơn hệ thống ngân hàng ở các nước khác chăng? Điều gì trong hệ thống kinh tế và chính trị Hoa Kỳ giải thích cho số lượng lớn các tổ chức ngân hàng này? Trong chương này, chúng ta trả lời những câu hỏi này bằng cách xem xét các xu hướng lịch sử và cấu trúc tổng thể của ngành ngân hàng.

Chúng ta bắt đầu bằng cách tìm hiểu lịch sử phát triển của hệ thống ngân hàng và đổi mới tài chính đã làm tăng môi trường cạnh tranh cho ngành ngân hàng và đang tạo ra những thay đổi cơ bản trong ngành. Ta tiếp tục với các chi tiết của ngành ngân hàng thương mại và sau đó thảo luận về ngành tiết kiệm, bao gồm các hiệp hội tiết kiệm và cho vay, các ngân hàng tiết kiệm tương hỗ và các liên hiệp tín dụng. Chúng ta dành nhiều thời gian hơn cho các ngân hàng thương mại vì cho đến nay họ là định chế tiền gửi lớn nhất, chiếm hơn 2/3 lượng tiền gửi trong hệ thống ngân hàng. Ngoài việc tìm hiểu hệ thống ngân hàng trong nước, chúng ta cũng tìm hiểu các lực lượng đứng sau sự phát triển của ngành ngân hàng toàn cầu để xem nó đã ảnh hưởng như thế nào đến Hoa Kỳ.

LỊCH SỬ PHÁT TRIỂN CỦA HỆ THỐNG NGÂN HÀNG

Ngành ngân hàng thương mại hiện đại ở Hoa Kỳ bắt đầu khi Bank of North America được thành lập tại Philadelphia vào năm 1782. Với sự thành công của ngân hàng này, các ngân hàng khác đã bắt tay vào kinh doanh, và ngành ngân hàng Hoa Kỳ đã bắt đầu vận hành. (Để hỗ trợ nghiên cứu, Hình 1 cung cấp lịch trình của những dấu mốc quan trọng nhất trong lịch sử ngân hàng Mỹ trước Thế chiến II.)

MyLab Economics Bài giảng Mini



HÌNH 1 Dòng thời gian về lịch sử sơ khai của ngân hàng thương mại ở Hoa Kỳ

Những thời điểm quan trọng nhất trong lịch sử ngân hàng Mỹ trước Thế chiến II..

Một tranh cãi gay gắt về ngành ngân hàng trong những năm đầu là liệu chính phủ liên bang hay các bang sẽ cấp phép thành lập cho các ngân hàng. Những người theo chủ nghĩa Liên bang, đặc biệt là Alexander Hamilton, ủng hộ sự kiểm soát tập trung đối với hoạt động ngân hàng và việc liên bang cấp phép cho các ngân hàng. Những nỗ lực của họ đã dẫn đến việc thành lập Bank of the United States vào năm 1791, có các yếu tố của cả ngân hàng tư nhân và **ngân hàng trung ương**, một tổ chức chính phủ chịu trách nhiệm về lượng tiền và tín dụng được cung cấp trong toàn bộ nền kinh tế. Tuy nhiên, nhóm lợi ích nông nghiệp và các nhóm lợi ích khác lại nghi ngờ quyền lực tập trung và do đó ủng hộ để các bang cấp phép. Hơn nữa, việc họ không tin tưởng vào các nhóm lợi ích giàu có ở các thành phố lớn đã khiến họ gây áp lực chính trị để loại bỏ Bank of the United States, và vào năm 1811, nỗ lực của họ đã thành công khi giấy phép của ngân hàng này không được gia hạn. Do sự lạm dụng của các ngân hàng bang và nhu cầu rõ ràng cần có một ngân hàng trung ương để giúp chính phủ liên bang gây quỹ trong Chiến tranh năm 1812, Quốc hội đã xúc tiến thành lập Second Bank of the United States vào năm 1816. Căng thẳng giữa những người ủng hộ và phản đối quyền lực ngân hàng tập trung là một chủ đề lặp đi lặp lại trong quá trình hoạt động của nỗ lực thứ hai tạo ra một ngân hàng trung ương ở Hoa Kỳ, và với sự đắc cử của Andrew Jackson, một người ủng hộ mạnh mẽ quyền của các bang, số phận của Second Bank đã khép lại. Sau cuộc bầu cử năm 1832, Jackson đã phủ quyết việc tái cấp phép ngân hàng quốc gia cho Second Bank of the United States, và giấy phép của ngân hàng này hết hiệu lực vào năm 1836.

Cho đến năm 1863, tất cả các ngân hàng thương mại ở Hoa Kỳ được cấp phép bởi ủy ban ngân hàng của tiểu bang mà mỗi ngân hàng hoạt động. Không có đồng tiền quốc gia nào tồn tại, và các ngân hàng huy động quỹ chủ yếu bằng cách phát hành tiền giấy ngân hàng (là tiền của các ngân hàng đưa vào lưu hành có thể được quy đổi thành vàng). Bởi vì các quy định ngân hàng rất lỏng lẻo ở nhiều bang, các ngân hàng thường xuyên phá sản do gian lận hoặc thiếu vốn ngân hàng; tiền giấy của họ trở nên vô giá trị.

Để loại bỏ sự lạm dụng của các ngân hàng được tiểu bang cấp phép (được gọi là **ngân hàng cấp bang**), Đạo luật Ngân hàng Quốc gia năm 1863 (và các sửa đổi sau đó) đã tạo ra một hệ thống ngân hàng mới gồm các ngân hàng được cấp phép ở cấp liên bang (gọi là **ngân hàng quốc gia**), được giám sát bởi Văn phòng Kiểm soát Tiền tệ, một bộ phận của Bộ Tài chính Hoa Kỳ. Luật này ban đầu nhằm mục đích làm cạn kiệt nguồn quỹ cho các ngân hàng cấp bang bằng cách áp thuế hạn chế đối với tiền giấy của họ trong khi không đánh thuế tiền giấy của các ngân hàng cấp liên bang. Các ngân hàng cấp bang đã khéo léo thoát khỏi nguy cơ bị loại bỏ bằng cách huy động quỹ thông qua tiền gửi. Kết quả là, ngày nay Hoa Kỳ có một **hệ thống ngân hàng kép**, trong đó các ngân hàng do chính phủ liên bang điều hành và các ngân hàng do các bang điều hành hoạt động song song với nhau.

Ngân hàng trung ương đã không xuất hiện trở lại ở quốc gia này cho đến khi Hệ thống Dự trữ Liên bang (Fed) được thành lập vào năm 1913 để thúc đẩy một hệ thống ngân hàng an toàn hơn nữa. Tất cả các ngân hàng quốc gia bắt buộc phải trở thành thành viên của Hệ thống Dự trữ Liên bang và phải tuân theo một bộ quy định mới do Fed ban hành. Các ngân hàng cấp bang có thể lựa chọn (nhưng không bắt buộc) trở thành thành viên của hệ thống, và hầu hết chọn không tham gia vì chi phí thành viên cao xuất phát từ các quy định của Fed.

Trong những năm Đại khủng hoảng 1930–1933, khoảng 9.000 vụ phá sản ngân hàng đã xóa sổ tiền tiết kiệm của nhiều người gửi tiền tại các ngân hàng thương mại. Để ngăn chặn tổn thất của người gửi tiền trong tương lai do những vụ phá sản như vậy, luật ngân hàng năm 1933 đã thành lập Công ty Bảo hiểm Tiền gửi Liên bang (FDIC), cung cấp bảo hiểm liên bang cho các khoản tiền gửi ngân hàng. Các ngân hàng thành viên của Hệ thống Dự trữ Liên bang bắt buộc phải mua bảo hiểm FDIC cho người gửi tiền của họ và các ngân hàng thương mại không thuộc Cục Dự trữ Liên bang có thể chọn mua bảo hiểm này (hầu như tất cả đều mua). Việc mua bảo hiểm FDIC đã khiến các ngân hàng phải tuân theo một bộ quy định khác do FDIC áp đặt.

Vì hoạt động ngân hàng đầu tư của các ngân hàng thương mại thường bị quy là nguyên nhân phá sản của ngân hàng, nên các quy định trong luật ngân hàng năm 1933 (còn được gọi là Đạo luật Glass-Steagall) cấm các ngân hàng thương mại bảo lãnh phát hành hoặc kinh doanh chứng khoán doanh nghiệp (mặc dù cho phép họ bán chứng khoán chính phủ mới phát hành) và hạn chế các ngân hàng chỉ mua chứng khoán nợ được cơ quan quản lý ngân hàng chấp thuận. Tương tự như vậy, luật này cấm các ngân hàng đầu tư tham gia vào các hoạt động ngân hàng thương mại. Trên thực tế, Đạo luật Glass-Steagall đã tách các hoạt động ngân hàng thương mại ra khỏi hoạt động chứng khoán.

Theo các điều kiện của Đạo luật Glass-Steagall, bị bãi bỏ vào năm 1999, các ngân hàng thương mại phải bán bớt hoạt động ngân hàng đầu tư của mình. Ví dụ, First National Bank of Boston đã tách các hoạt động ngân hàng đầu tư của mình thành First Boston Corporation, hiện là một phần của một trong những công ty ngân hàng đầu tư quan trọng nhất ở Mỹ, Credit Suisse First Boston. Các công ty ngân hàng đầu tư thường ngừng hoạt động kinh doanh tiền gửi, dù vậy J.P. Morgan lại ngừng kinh doanh ngân hàng đầu tư và được tổ chức lại thành một ngân hàng thương mại; tuy nhiên, một số quan chức cấp cao của JP Morgan đã tiếp tục tổ chức Morgan Stanley, một trong những công ty ngân hàng đầu tư lớn nhất hiện nay.

Nhiều cơ quan quản lý

Các quy định về ngân hàng thương mại ở Hoa Kỳ đã phát triển thành một mớ hỗn độn của nhiều cơ quan quản lý với các chức năng pháp lý chồng chéo. Văn phòng kiểm soát tiền tệ có trách nhiệm giám sát chính đối với các ngân hàng quốc gia sở hữu hơn một nửa

tài sản trong hệ thống ngân hàng thương mại. Cục Dự trữ Liên bang và các cơ quan quản lý ngân hàng bang có trách nhiệm chung đối với các ngân hàng bang là thành viên của Hệ thống Dự trữ Liên bang. Fed cũng có trách nhiệm pháp lý đối với các công ty sở hữu một hoặc nhiều ngân hàng (được gọi là **công ty sở hữu ngân hàng**) và trách nhiệm thứ cấp đối với các ngân hàng quốc gia. FDIC và các cơ quan quản lý ngân hàng bang cùng giám sát các ngân hàng bang có bảo hiểm FDIC nhưng không phải là thành viên của Hệ thống Dự trữ Liên bang. Các cơ quan quản lý ngân hàng bang có thẩm quyền duy nhất đối với các ngân hàng bang không có bảo hiểm FDIC. (Các ngân hàng này nắm giữ dưới 0,2% lượng tiền gửi trong hệ thống ngân hàng thương mại.)

Nếu ngay cả bạn còn thấy hệ thống quản lý ngân hàng của Hoa Kỳ khó hiểu, hãy tưởng tượng nó sẽ khó hiểu như thế nào đối với các ngân hàng bị buộc phải đối phó với nhiều cơ quan quản lý. Một số đề xuất đã được Bộ Tài chính Hoa Kỳ đưa ra để khắc phục tình trạng này bằng cách tập trung hóa việc điều tiết tất cả các định chế tiền gửi vào một cơ quan độc lập. Tuy nhiên, không có đề xuất nào trong số này đã thành công trước Quốc hội và ta không thể khẳng định liệu có sự hợp nhất về quy định trong tương lai hay không.

ĐỔI MỚI TÀI CHÍNH VÀ SỰ PHÁT TRIỂN CỦA "HỆ THỐNG NGÂN HÀNG ẨN"

Mặc dù các ngân hàng vẫn là những định chế tài chính quan trọng nhất trong nền kinh tế Hoa Kỳ, nhưng trong những năm gần đây, hoạt động kinh doanh ngân hàng truyền thống là cho vay bằng tiền gửi đã bị suy giảm. Một số hoạt động kinh doanh này đã được thay thế bằng **hệ thống ngân hàng ẩn***, trong đó hoạt động cho vay qua ngân hàng được thay thế bằng cho vay qua thị trường chứng khoán, với sự tham gia của một số định chế tài chính khác nhau.

* *Shadow banking system* có thể dịch là hệ thống ngân hàng bóng đêm hoặc ngân hàng ngầm, tuy nhiên ở đây người dịch sử dụng từ "ẩn" để tránh hiểu theo nghĩa tiêu cực.

Để hiểu ngành ngân hàng đã phát triển như thế nào theo thời gian, trước tiên chúng ta phải hiểu quá trình đổi mới tài chính đã làm thay đổi toàn bộ hệ thống tài chính. Cũng giống như các ngành khác, ngành tài chính kinh doanh để thu lợi nhuận bằng cách bán sản phẩm của mình. Nếu một công ty xà phòng nhận thấy rằng trên thị trường có nhu cầu về bột giặt có chất làm mềm vải, họ sẽ phát triển một sản phẩm để đáp ứng nhu cầu đó. Tương tự, để tối đa hóa lợi nhuận của mình, các định chế tài chính phát triển các sản phẩm mới để thỏa mãn nhu cầu của chính họ cũng như của khách hàng; nói cách khác, đổi mới - có thể cực kỳ tốt cho nền kinh tế - được thúc đẩy bởi mong muốn làm giàu (hoặc tiếp tục giàu). Quan điểm về quá trình đổi mới này dẫn đến phân tích đơn giản sau: ***Một sự thay đổi trong môi trường tài chính sẽ kích thích các định chế tài chính tìm kiếm những đổi mới có khả năng sinh lợi.***

Bắt đầu từ những năm 1960, các cá nhân và định chế tài chính hoạt động trên thị trường tài chính phải đối mặt với những thay đổi mạnh mẽ của môi trường kinh tế: Lạm phát và lãi suất tăng mạnh và khó dự đoán hơn, làm thay đổi điều kiện cầu trên thị trường tài chính. Những tiến bộ nhanh chóng của công nghệ máy tính đã thay đổi điều kiện cung. Ngoài ra, các quy định điều tiết tài chính trở nên nặng nề hơn. Các định chế tài chính nhận thấy rằng nhiều phương thức kinh doanh cũ không còn mang lại lợi nhuận; các dịch vụ tài chính và các sản phẩm mà họ đã cung cấp cho công chúng không hấp dẫn nữa. Nhiều trung gian tài chính nhận thấy rằng họ không còn khả năng thu hút được quỹ bằng các công cụ tài chính truyền thống, và nếu không có những khoản quỹ này, họ sẽ sớm ngừng cuộc chơi. Để tồn tại trong môi trường kinh tế mới, các định chế tài chính phải nghiên cứu và phát triển các sản phẩm và dịch vụ mới đáp ứng nhu cầu của khách hàng và chứng minh được lợi nhuận, một quá trình được gọi là **kỹ thuật tài chính**. Với họ, tính cấp thiết là cha đẻ của sự đổi mới.

Có ba loại đổi mới tài chính cơ bản: phản ứng với những thay đổi trong điều kiện cầu, phản ứng với những thay đổi trong điều kiện cung và tránh các quy định hiện hành. Ba động lực này thường tương tác với nhau để tạo ra những đổi mới tài chính đặc thù. Với khung lý thuyết giải thích tại sao các định chế tài chính phải đổi mới, hãy tìm hiểu các ví dụ về ba loại đổi mới tài chính cơ bản mà các định chế tài chính tạo ra để tìm kiếm lợi nhuận.

Ứng phó với những thay đổi trong điều kiện cầu: Biến động lãi suất

Sự thay đổi đáng kể nhất trong môi trường kinh tế làm thay đổi cầu đối với các sản phẩm tài chính trong những năm gần đây là sự gia tăng đáng kể của biến động lãi suất. Trong những năm 1950, lãi suất tín phiếu kỳ hạn 3 tháng dao động trong khoảng 1,0% đến 3,5%; trong những năm 1970, nó dao động trong khoảng 4,0% đến 11,5%; trong những năm 1980, nó dao động từ 5% đến hơn 15%. Sự biến động lớn về lãi suất dẫn đến lãi hoặc lỗ vốn đáng kể và tính bất định hơn trong lợi suất đầu tư. Hãy nhớ lại rằng rủi ro liên quan đến tính bất định của các biến động và lợi nhuận của lãi suất được gọi là rủi ro lãi suất, và sự biến động cao của lãi suất, như chúng ta đã thấy trong những năm 1970 và 1980, dẫn đến mức rủi ro lãi suất cao hơn.

Chúng ta kỳ vọng rủi ro lãi suất gia tăng sẽ làm tăng nhu cầu đối với các sản phẩm và dịch vụ tài chính giúp giảm rủi ro đó. Do đó, sự thay đổi này trong môi trường kinh tế sẽ kích thích các định chế tài chính tìm kiếm những đổi mới có lợi nhằm đáp ứng nhu cầu mới này và sẽ thúc đẩy việc tạo ra các công cụ tài chính mới giúp giảm rủi ro lãi suất. Đúng như kỳ vọng, hai đổi mới tài chính đã ra đời vào những năm 1970: vay thế chấp lãi suất thả nổi và công cụ tài chính phái sinh.

Vay thế chấp lãi suất thả nổi Giống như các nhà đầu tư khác, các định chế tài chính nhận thấy rằng việc cho vay sẽ hấp dẫn hơn nếu rủi ro lãi suất thấp hơn. Họ sẽ không muốn cấp một khoản vay thế chấp với lãi suất 10% và hai tháng sau lại thấy họ có thể nhận được 12% lãi suất trên cùng một khoản vay. Để giảm rủi ro lãi suất, vào năm 1975, các định chế S&L ở California bắt đầu phát hành các khoản vay thế chấp có lãi suất thả nổi, nghĩa là các khoản vay thế chấp với lãi suất thay đổi khi lãi suất thị trường (thường là lãi suất tín phiếu kho bạc) thay đổi. Ban đầu, một khoản vay thế chấp có lãi suất thả nổi có thể có lãi suất 5%. Trong sáu tháng, lãi suất này có thể tăng hoặc giảm theo lượng tăng hoặc giảm, chẳng hạn như của lãi suất tín phiếu kho bạc sáu tháng, và sau đó khoản tiền thanh toán vay thế chấp sẽ thay đổi. Bởi vì các khoản vay thế chấp lãi suất thả nổi cho phép các định chế phát hành công cụ vay thế chấp kiếm được lãi suất cao hơn so với các khoản thế chấp lúc đó khi lãi suất thị trường tăng lên, lợi nhuận vẫn cao trong những giai đoạn này.

Đặc điểm hấp dẫn này của các khoản vay thế chấp lãi suất thả nổi đã khuyến khích các định chế phát hành các khoản vay thế chấp lãi suất thả nổi với lãi suất ban đầu thấp hơn so với các khoản thế chấp lãi suất cố định thông thường, khiến chúng trở nên phổ biến với nhiều hộ gia đình. Tuy nhiên, do tiền thanh toán cho vay thế chấp lãi suất thả nổi có thể tăng lên, nhiều hộ gia đình vẫn thích các khoản vay thế chấp có lãi suất cố định. Do đó, cả hai loại đều phổ biến.

Công cụ phái sinh tài chính Với nhu cầu giảm rủi ro lãi suất mạnh mẽ hơn, các sở giao dịch hàng hóa như Chicago Board of Trade thấy rằng nếu họ có thể tạo ra một sản phẩm có thể giúp các nhà đầu tư và định chế tài chính tự bảo vệ mình khỏi (**phòng vệ**) rủi ro lãi suất, họ có thể kiếm lợi nhuận bằng cách bán công cụ mới này. **Hợp đồng tương lai**, trong đó người bán đồng ý cung cấp một loại hàng hóa nhất định được chuẩn hóa cho người mua vào một ngày cụ thể trong tương lai với mức giá đã thỏa thuận, đã có từ rất lâu. Chicago Board of

Trade nhận ra rằng nếu họ tạo các hợp đồng tương lai bằng các công cụ tài chính, **được gọi** là **các công cụ phái sinh tài chính** vì các khoản hoàn trả của chúng được liên kết với (**tức là** phái sinh từ) chứng khoán đã phát hành trước đó, thì chúng có thể được sử dụng để **phòng** ngừa rủi ro. Do đó, năm 1975, các công cụ phái sinh tài chính ra đời.

Ứng phó với những thay đổi trong điều kiện cung: Công nghệ thông tin

Nguồn gốc quan trọng nhất của những thay đổi trong điều kiện cung đã kích thích sự đổi mới tài chính là sự cải tiến trong công nghệ máy tính và viễn thông. Công nghệ này, được gọi là *công nghệ thông tin*, có hai tác dụng. Thứ nhất, nó hạ thấp chi phí xử lý các giao dịch tài chính, tạo lợi nhuận cho các định chế tài chính khi tạo ra các sản phẩm và dịch vụ tài chính mới cho công chúng. Thứ hai, nó giúp các nhà đầu tư thu thập thông tin dễ dàng hơn, từ đó giúp các công ty phát hành chứng khoán dễ dàng hơn. Sự phát triển nhanh chóng của công nghệ thông tin đã tạo ra nhiều sản phẩm và dịch vụ tài chính mới, mà chúng ta tìm hiểu dưới đây.

Thẻ tín dụng và thẻ ghi nợ ngân hàng Thẻ tín dụng đã xuất hiện từ trước Thế chiến thứ hai. Nhiều chuỗi cửa hàng (Sears, Macy's) đã thể chế hóa các tài khoản bán chịu và cấp cho khách hàng thẻ tín dụng để họ mua sắm tại các cửa hàng này mà không cần tiền mặt. Tới sau Thế chiến thứ hai mới có loại thẻ tín dụng có thể sử dụng ở toàn quốc, khi Diners Club tạo ra một loại thẻ có thể sử dụng trong các nhà hàng trên toàn quốc (và nước ngoài). American Express và Carte Blanche cũng bắt đầu các chương trình thẻ tín dụng tương tự, nhưng do chi phí vận hành cao, thẻ chỉ được phát hành cho một số cá nhân và doanh nghiệp có khả năng mua hàng đắt tiền.

Một công ty phát hành thẻ tín dụng kiếm được thu nhập từ các khoản cho vay chủ thẻ tín dụng và từ các khoản thanh toán của các cửa hàng khi mua hàng bằng thẻ tín dụng (theo tỷ lệ phần trăm của giá mua, chẳng hạn, 3%). Chi phí của chương trình thẻ tín dụng đến từ các khoản nợ xấu, thẻ bị đánh cắp và chi phí liên quan đến việc xử lý các giao dịch thẻ tín dụng.

Chứng kiến sự thành công của Diners Club, American Express và Carte Blanche, các chủ ngân hàng muốn chia phần trong mảnh đất kinh doanh màu mỡ này. Một số ngân hàng thương mại đã tìm cách mở rộng thị trường thẻ tín dụng vào những năm 1950, nhưng chi phí cho mỗi giao dịch chạy các chương trình này quá cao nên những nỗ lực ban đầu của họ đã thất bại.

Vào cuối những năm 1960, công nghệ máy tính được cải tiến, làm giảm chi phí giao dịch khi cung cấp dịch vụ thẻ tín dụng, nên các chương trình thẻ tín dụng ngân hàng có nhiều khả năng sinh lợi hơn. Các ngân hàng đã thử tham gia hoạt động kinh doanh này một lần nữa, và lần này nỗ lực của họ đã dẫn đến việc tạo ra hai chương trình thẻ tín dụng ngân hàng thành công: Bank - Americard (ban đầu được khởi tạo bởi Bank of America nhưng nay là một tổ chức độc lập có tên là Visa) và MasterCharge (nay là MasterCard, do Hiệp hội Thẻ liên Ngân hàng điều hành). Các chương trình này đạt được những thành công phi thường; hơn 500 triệu thẻ của họ đang được sử dụng ở Hoa Kỳ và hơn một tỷ thẻ khác ở phần còn lại của thế giới. Thẻ tín dụng ngân hàng đã mang lại nhiều lợi nhuận đến mức các tổ chức phi tài chính như Sears (đã tung ra thẻ Discover), General Motors và AT&T cũng đã tham gia kinh doanh thẻ tín dụng. Người tiêu dùng được hưởng lợi vì thẻ tín dụng được chấp nhận rộng rãi hơn so với séc như một phương thức thanh toán (đặc biệt là ở nước ngoài) và chúng cho phép người tiêu dùng vay tiền dễ dàng hơn.

Sự thành công của *thẻ tín dụng* ngân hàng đã khiến các tổ chức này tạo ra một đổi mới tài chính khác, đó là thẻ ghi nợ. Thẻ ghi nợ trông giống như thẻ tín dụng và có thể được sử

dụng để mua hàng theo cách giống hệt nhau. Tuy nhiên, trái ngược với thẻ tín dụng, cho người mua một khoản vay mà không phải trả hết ngay lập tức, giao dịch mua bằng thẻ ghi nợ sẽ được trừ ngay vào tài khoản ngân hàng của chủ thẻ. Thẻ ghi nợ phụ thuộc nhiều hơn vào chi phí xử lý giao dịch thấp, vì lợi nhuận của họ được tạo ra hoàn toàn từ phí người bán trả khi mua bằng thẻ ghi nợ tại cửa hàng của họ. Thẻ ghi nợ cực kỳ phổ biến trong những năm gần đây.

Ngân hàng điện tử Sự kỳ diệu của công nghệ máy tính hiện đại cũng đã cho phép các ngân hàng giảm chi phí giao dịch ngân hàng khi để khách hàng tương tác với cơ sở ngân hàng điện tử (e-banking) thay vì với con người. Một hình thức cơ sở ngân hàng điện tử quan trọng là **máy rút tiền tự động (ATM)**, một máy điện tử cho phép khách hàng nhận tiền mặt, gửi tiền, chuyển tiền từ tài khoản này sang tài khoản khác và kiểm tra số dư. Máy ATM không phải trả tiền làm thêm giờ và không bao giờ ngủ và do đó có thể sử dụng 24 giờ một ngày. Điều này không chỉ giúp ngân hàng giảm chi phí giao dịch mà còn mang lại nhiều tiện ích hơn cho khách hàng. Do chi phí thấp, máy ATM có thể được đặt ở các địa điểm khác ngoài ngân hàng hoặc **chi nhánh của ngân hàng** (văn phòng bên ngoài để thực hiện các hoạt động của ngân hàng), tăng thêm sự thuận tiện cho khách hàng. Vì chi phí máy ATM thấp nên các ngân hàng có thể lắp đặt chúng ở mọi nơi, và hiện chỉ riêng ở Hoa Kỳ đã có hơn 400.000 máy ATM. Hơn nữa, giờ đây, khi bạn đi du lịch ở Châu Âu việc rút ngoại tệ từ máy ATM cũng dễ dàng như nhận tiền mặt từ ngân hàng địa phương.

Do chi phí viễn thông giảm, các ngân hàng đã tạo nên một đổi mới tài chính khác, ngân hàng tại gia. Hiện nay, các ngân hàng có hiệu quả chi phí nếu thiết lập một cơ sở ngân hàng điện tử để khách hàng liên kết với máy tính của ngân hàng và thực hiện các giao dịch bằng cách sử dụng điện thoại thông minh, máy tính bảng hoặc máy tính cá nhân. Giờ đây, khách hàng có thể thực hiện nhiều giao dịch ngân hàng mà không phải từ bỏ sự thoải mái ở nhà. Lợi thế cho khách hàng là sự thuận tiện của ngân hàng tại gia, trong khi các ngân hàng nhận thấy rằng chi phí giao dịch về cơ bản là ít hơn đáng kể so với chi phí của ngân hàng truyền thống.

Với sự giảm giá của máy tính cá nhân và sự hiện diện ngày càng tăng của chúng trong các gia đình, chúng ta đã thấy một sự đổi mới tiếp theo của ngân hàng tại gia, sự ra đời của một loại hình tổ chức ngân hàng ẩn, **ngân hàng ảo**, một ngân hàng không có địa điểm thực, đúng hơn là chỉ tồn tại trong không gian mạng. Năm 1995, Security First Network Bank, có trụ sở tại Atlanta nhưng hiện thuộc sở hữu của Ngân hàng Hoàng gia Canada, đã trở thành ngân hàng ảo đầu tiên, cung cấp một loạt các dịch vụ ngân hàng trên Internet —mở tài khoản giao dịch và tiền gửi tiết kiệm không kỳ hạn, bán chứng chỉ tiền gửi, phát hành thẻ ATM, cung cấp các phương tiện thanh toán hóa đơn, v.v. Do đó, ngân hàng ảo sẽ đưa ngân hàng tại gia tiến thêm một bước nữa, cho phép khách hàng có đầy đủ các dịch vụ ngân hàng tại nhà, 24 giờ một ngày. Năm 1996, Bank of America và Wells Fargo tham gia vào thị trường ngân hàng ảo, theo sau là nhiều ngân hàng khác, hiện Bank of America là ngân hàng Internet lớn nhất tại Hoa Kỳ.

Trái phiếu rác Trước khi máy tính và công nghệ viễn thông tiên tiến ra đời, rất khó để lấy được thông tin về tình hình tài chính của các công ty phát hành chứng khoán. Do khó khăn trong việc sàng lọc những khoản vay xấu, chỉ những công ty có uy tín lâu năm được xếp hạng tín nhiệm cao mới có thể bán được trái phiếu.[1] Trước những năm 1980, chỉ những công ty có thể phát hành trái phiếu xếp hạng Baa trở lên mới có thể huy động quỹ bằng cách phát hành trái phiếu mới. Một số công ty đã từng phát hành trái phiếu doanh nghiệp dài hạn hiện rơi vào thời kỳ khó khăn, được gọi là *thiên thần sa ngã*, và xếp

[1]Thảo luận về lựa chọn bất lợi trong Chương 8 cung cấp phân tích chi tiết về lý do tại sao chỉ các công ty có uy tín tốt với xếp hạng tín nhiệm cao mới có thể bán chứng khoán.

hạng trái phiếu của họ đã giảm xuống dưới Baa, trái phiếu này thường được gọi bằng tên "trái phiếu rác".

Với sự cải tiến của công nghệ thông tin trong những năm 1970, việc thu thập thông tin tài chính của các công ty trở nên dễ dàng hơn đối với các nhà đầu tư, giúp dễ dàng sàng lọc những người vay tốt. Vì có thể sàng lọc dễ dàng hơn, các nhà đầu tư sẵn sàng mua chứng khoán nợ dài hạn từ các công ty ít tên tuổi hơn có xếp hạng tín dụng thấp hơn. Với sự thay đổi này trong điều kiện cung, ta kỳ vọng rằng một số cá nhân thông minh sẽ đi tiên phong trong việc phát hành công khai trái phiếu rác mới, không phải từ các thiên thần sa ngã mà từ các công ty chưa đạt được trạng thái đầu tư*. Đây chính là những gì Michael Milken, tại công ty ngân hàng đầu tư Drexel Burnham Lambert, bắt đầu làm vào năm 1977. Trái phiếu rác đã trở thành một yếu tố quan trọng trên thị trường trái phiếu doanh nghiệp, với giá trị hơn 200 tỷ đô la vào cuối những năm 1980. Mặc dù hoạt động trên thị trường trái phiếu rác đã giảm mạnh sau khi Milken bị truy tố vì vi phạm luật chứng khoán vào năm 1989, thị trường trái phiếu rác đã nóng lên trở lại vào những năm 1990 và 2000, với giá trị hiện nay vượt quá 1,5 nghìn tỷ đô la.

* Trong đánh giá xếp hạng tín dụng, có thể chia các hạng tín dụng thành hai loại lớn: Đầu tư (*Investment grade*) với độ an toàn cao và Phi đầu tư (*Non-investment grade*) với độ rủi ro cao hơn.

Thị trường thương phiếu *Thương phiếu* là một chứng khoán nợ ngắn hạn do các ngân hàng và công ty lớn phát hành. Thị trường thương phiếu đã trải qua sự phát triển vượt bậc trong những năm 1970 và 1980, tăng từ 33 tỷ đô la năm 1970 lên hơn 550 tỷ đô la vào năm 1990, tăng hơn 1.500%. Thương phiếu trở thành một trong những công cụ thị trường tiền tệ quan trọng nhất.

Những cải tiến trong công nghệ thông tin cũng giúp giải thích sự gia tăng nhanh chóng của thị trường thương phiếu. Có thể thấy những cải tiến trong công nghệ thông tin đã giúp các nhà đầu tư sàng lọc dễ dàng hơn những khoản vay tốt, do đó giúp các công ty dễ dàng phát hành chứng khoán nợ hơn. Điều này không chỉ giúp các công ty phát hành chứng khoán nợ dài hạn đơn giản hơn, như với trái phiếu rác, mà còn có nghĩa là họ có thể huy động quỹ bằng cách phát hành chứng khoán nợ ngắn hạn, chẳng hạn như thương phiếu, một cách dễ dàng hơn. Nhiều công ty từng vay ngắn hạn từ ngân hàng đã chuyển sang huy động quỹ ngắn hạn trên thị trường thương phiếu.

Sự phát triển của các quỹ tương hỗ thị trường tiền tệ là một nhân tố khác cho sự tăng trưởng nhanh chóng của thị trường thương phiếu. Do các quỹ tương hỗ thị trường tiền tệ cần nắm giữ các tài sản ngắn hạn, chất lượng cao, có tính thanh khoản cao như thương phiếu, nên sự tăng trưởng tài sản của các quỹ này lên tới khoảng 2,7 nghìn tỷ USD đã tạo ra một thị trường sẵn sàng cho thương phiếu. Sự tăng trưởng của quỹ hưu trí và các quỹ lớn khác đầu tư vào thương phiếu cũng đã kích thích sự tăng trưởng của thị trường này.

Chứng khoán hóa và Hệ thống ngân hàng ẩn

Một trong những đổi mới tài chính quan trọng nhất trong hai thập kỷ qua, phát sinh từ những cải tiến trong công nghệ thông tin, là chứng khoán hóa. **Chứng khoán hóa** là quá trình gộp các tài sản tài chính nhỏ và không có tính thanh khoản (chẳng hạn như vay thế chấp nhà ở, vay mua ô tô và khoản phải thu từ thẻ tín dụng), thường là nguồn thu chính của các tổ chức ngân hàng, thành những chứng khoán thị trường vốn có thể bán được. Chứng khoán hóa là nền tảng cơ bản của hệ thống ngân hàng ẩn.

Cách thức hoạt động của Hệ thống ngân hàng ẩn Trong ngân hàng truyền thống, một ngân hàng tham gia vào quá trình chuyển đổi tài sản — nghĩa là, phát hành các khoản nợ phải trả với một tập hợp các đặc điểm hấp dẫn (ví dụ, tiền gửi có tính thanh khoản cao và rủi ro thấp) để tài trợ cho việc mua tài sản với tập hợp các đặc điểm khác (ví dụ, các khoản cho vay có tính thanh khoản thấp và lợi nhuận cao). Mặt khác, chứng khoán hóa là một quá trình chuyển đổi tài sản thực hiện bởi một số định chế tài chính hợp tác

cùng nhau. Các định chế này tạo nên hệ thống ngân hàng ẩn. Nói cách khác, việc chuyển đổi tài sản được thực hiện thông qua chứng khoán hóa và hệ thống ngân hàng ẩn không được thực hiện "dưới một mái nhà" như ngân hàng truyền thống.

Ví dụ, một nhà môi giới vay thế chấp (thường được gọi là *người khởi tạo khoản vay*) sắp xếp một khoản vay thế chấp nhà ở, khoản vay này sau đó sẽ được thực hiện bởi một định chế tài chính cung cấp khoản vay (nghĩa là thu các khoản thanh toán lãi và gốc). Người cung cấp dịch vụ này sau đó bán khoản vay thế chấp cho một định chế tài chính khác, định chế này đóng gói khoản vay thế chấp cùng một số lượng lớn các khoản vay thế chấp nhà ở khác. Người đóng gói nhận các khoản thanh toán lãi và gốc trên danh mục các khoản vay thế chấp và "chuyển chúng qua" (thanh toán) cho các bên thứ ba. Người đóng gói đi đến nhà phân phối (thường là ngân hàng đầu tư), nhà phân phối này thiết kế một chứng khoán để chia danh mục các khoản vay thành các giá trị được tiêu chuẩn hóa. Sau đó, nhà phân phối bán các quyền thụ hưởng đối với các khoản thanh toán lãi và gốc này dưới dạng chứng khoán, hầu hết cho các trung gian tài chính khác cũng là một phần của hệ thống ngân hàng ẩn — ví dụ, quỹ tương hỗ thị trường tiền tệ hoặc quỹ hưu trí. Về mặt sơ đồ, quá trình chứng khoán hóa được mô tả theo trình tự sau:

$$\text{khởi tạo khoản vay} \Rightarrow \text{cung cấp} \Rightarrow \text{đóng gói} \Rightarrow \text{phân phối}$$

Bởi vì quá trình chứng khoán hóa gồm việc khởi tạo các khoản vay và cuối cùng là phân phối chứng khoán, nên chứng khoán hóa còn được nhận diện là mô hình kinh doanh **khởi tạo để phân phối**.

Ở mỗi bước của quy trình chứng khoán hóa, người khởi tạo khoản vay, người cung cấp dịch vụ, người đóng gói và nhà phân phối sẽ kiếm được một khoản phí. Mỗi định chế trong số bốn định chế này đều chuyên môn hóa vào một bước cụ thể của quá trình trung gian tài chính. Hệ thống ngân hàng ẩn, bao gồm tất cả các định chế tài chính tham gia vào quá trình chứng khoán hóa, do đó có tính sinh lợi nếu chi phí giao dịch và chi phí thu thập thông tin thấp. Do đó, những tiến bộ trong công nghệ thông tin là rất quan trọng đối với sự phát triển của chứng khoán hóa và hệ thống ngân hàng ẩn. Chi phí thu thập thông tin thấp hơn giúp việc bán chứng khoán trên thị trường vốn dễ dàng hơn nhiều, trong khi chi phí giao dịch thấp hơn giúp cho các định chế tài chính mất ít tiền hơn khi thu các khoản thanh toán lãi và gốc của các khoản vay theo gói và sau đó trả cho người sở hữu chứng khoán.

Thị trường vay thế chấp dưới chuẩn Một đổi mới tài chính đặc biệt quan trọng ra đời vào những năm 2000 từ chứng khoán hóa và hệ thống ngân hàng ẩn là **vay thế chấp dưới chuẩn**, một loại vay thế chấp nhà ở mới được cung cấp cho những người vay có hồ sơ tín dụng kém. Trước năm 2000, chỉ những người vay đáng tin nhất (chuẩn) mới có thể vay thế chấp nhà ở. Những tiến bộ trong công nghệ máy tính và kỹ thuật thống kê mới, được gọi là khai thác dữ liệu, đã giúp nâng cao chất lượng đánh giá rủi ro tín dụng của vay thế chấp nhà ở. Hồ sơ tín dụng của các gia đình giờ đây được ấn định điểm tín dụng bằng số, được gọi là điểm FICO (được đặt theo tên của công ty Fair Isaac Corporation), dự đoán khả năng hộ gia đình đó sẽ vỡ nợ khi thanh toán các khoản vay. Bởi vì lúc này việc đánh giá rủi ro của một nhóm các khoản thế chấp dưới chuẩn trở nên dễ dàng hơn, nên có thể gộp chúng vào chung một chứng khoán bảo đảm bằng vay thế chấp, cung cấp một nguồn quỹ mới cho các khoản vay thế chấp này. Kết quả là sự bùng nổ của hoạt động cho vay thế chấp dưới chuẩn, như chúng ta sẽ thấy trong Chương 12, là yếu tố chính dẫn đến cuộc khủng hoảng tài chính toàn cầu 2007-2009.

Né tránh các quy định hiện hành

Quá trình đổi mới tài chính, như chúng ta đã thảo luận, cũng giống như đổi mới trong các lĩnh vực khác của nền kinh tế: Nó diễn ra để đáp ứng với những thay đổi về điều kiện cung và cầu. Tuy nhiên, do ngành tài chính chịu sự quản lý chặt chẽ hơn các ngành khác, nên điều tiết của chính phủ là một động lực rất lớn của sự đổi mới trong ngành này. Quy định của chính phủ tạo ra động lực cho các công ty né tránh những hạn chế ngăn chặn khả năng kiếm lợi nhuận của họ, dẫn đến đổi mới tài chính. Edward Kane, nhà kinh tế tại Đại học Boston, mô tả quá trình né tránh các quy định này là "khai thác lỗ hổng". Phân tích kinh tế về sự đổi mới cho thấy rằng khi môi trường kinh tế thay đổi khiến các ràng buộc pháp lý trở nên nặng nề đến mức có thể tạo ra lợi nhuận lớn bằng cách tránh chúng, thì việc khai thác lỗ hổng và đổi mới có nhiều khả năng xảy ra hơn.

Bởi vì ngân hàng là một trong những ngành chịu sự quản lý chặt chẽ nhất ở Hoa Kỳ, nên việc khai thác lỗ hổng có khả năng xảy ra đặc biệt cao. Sự gia tăng lạm phát và lãi suất từ cuối những năm 1960 đến 1980 khiến những ràng buộc về quy định đối với ngành này càng trở nên nặng nề hơn, dẫn đến đổi mới tài chính.

Có hai loại quy định hạn chế nghiêm trọng khả năng kiếm lợi nhuận của các ngân hàng: yêu cầu dự trữ buộc các ngân hàng phải giữ một phần tiền gửi nhất định làm dự trữ (tiền mặt và tiền gửi trong Hệ thống Dự trữ Liên bang) và các hạn chế về lãi suất có thể trả cho tiền gửi. Những quy định này đã là động lực chính thúc đẩy đổi mới tài chính vì những lý do sau.

1. *Yêu cầu dự trữ.* Chìa khóa để hiểu lý do tại sao các yêu cầu dự trữ lại tạo ra đổi mới tài chính là dự trữ có vai trò như một loại thuế đánh vào tiền gửi. Bởi vì cho đến năm 2008, Fed không trả lãi cho các khoản dự trữ, chi phí cơ hội của dự trữ là số tiền lãi mà một ngân hàng có thể kiếm được nếu cho vay số tiền dự trữ đó. Do đó đối với mỗi đô la tiền gửi, yêu cầu dự trữ áp lên ngân hàng một chi phí bằng với lãi suất, i, có thể kiếm được nếu khoản dự trữ được cho vay nhân với phần tiền gửi được yêu cầu dự trữ, r. Chi phí $i \times r$ áp lên ngân hàng giống như thuế đánh vào tiền gửi ngân hàng $i \times r$ trên mỗi đô la tiền gửi. "Thuế" đánh vào tiền gửi tăng lên khi lãi suất tăng.

   "Né thuế nếu có thể" là một truyền thống lâu đời, và các ngân hàng cũng chơi trò chơi này. Cũng giống như người nộp thuế tìm kẽ hở để giảm tiền thuế phải nộp, các ngân hàng tìm cách tăng lợi nhuận bằng cách khai thác các lỗ hổng và bằng cách tạo ra các đổi mới tài chính cho phép họ thoát thuế đối với tiền gửi do yêu cầu dự trữ.
2. *Hạn chế trả lãi tiền gửi.* Cho đến năm 1980, luật pháp cấm các ngân hàng ở hầu hết các bang trả lãi cho tiền gửi giao dịch, và thông qua Quy định Q, Fed đặt ra giới hạn tối đa về lãi suất có thể trả cho tiền gửi tiết kiệm (cả có kỳ hạn và không kỳ hạn). Cho đến lúc đó, các ngân hàng không được phép trả lãi cho các tài khoản giao dịch của doanh nghiệp. Mong muốn của các ngân hàng để tránh **các trần lãi suất huy động** này cũng dẫn đến những đổi mới tài chính.

   Nếu lãi suất thị trường tăng cao hơn lãi suất tối đa mà các ngân hàng trả cho tiền gửi tiết kiệm theo Quy định Q, thì người gửi tiền sẽ rút quỹ khỏi ngân hàng để chuyển chúng vào chứng khoán có lợi suất cao hơn. Việc thất thoát tiền gửi của hệ thống ngân hàng đã hạn chế lượng quỹ ngân hàng có thể cho vay (được gọi là **phi trung gian hóa**) và do đó hạn chế lợi nhuận của ngân hàng. Các ngân hàng có động lực để lách trần lãi suất huy động, bởi vì làm như vậy, họ có thể có thêm quỹ để cho vay và kiếm được lợi nhuận cao hơn.

Bây giờ chúng ta có thể xem xét nhu cầu né các hạn chế về thanh toán lãi huy động và hiệu ứng thuế của yêu cầu dự trữ đã dẫn đến hai đổi mới tài chính quan trọng như thế nào.

Các quỹ tương hỗ thị trường tiền tệ Các quỹ tương hỗ thị trường tiền tệ phát hành cổ phiếu có thể hoàn lại ở một mức giá cố định (thường là 1 đô la) bằng cách viết séc. Ví dụ, nếu bạn mua 5.000 cổ phiếu với giá 5.000 đô la, quỹ thị trường tiền tệ sử dụng số tiền này để đầu tư vào chứng khoán thị trường tiền tệ ngắn hạn (tín phiếu kho bạc, chứng chỉ tiền gửi chuyển nhượng, thương phiếu) để trả lãi cho bạn. Ngoài ra, bạn có thể viết séc lên đến số tiền 5.000 đô la được giữ dưới dạng cổ phiếu trong quỹ thị trường tiền tệ. Mặc dù cổ phiếu quỹ thị trường tiền tệ thực tế có chức năng như các khoản tiền gửi giao dịch có trả lãi, nhưng về mặt pháp lý chúng không phải là tiền gửi và do đó không phải tuân theo các yêu cầu dự trữ hoặc cấm trả lãi. Vì lý do này, chúng có thể trả lãi suất cao hơn so với tiền gửi ngân hàng.

Quỹ tương hỗ thị trường tiền tệ đầu tiên được thành lập vào năm 1970 bởi hai "gã dị" của phố Wall, Bruce Bent và Henry Brown. Tuy nhiên, từ năm 1970 đến 1977 lãi suất thị trường thấp (chỉ cao hơn một chút so với mức trần của Quy định Q là 5,25% đến 5,5%) làm cho quỹ tương hỗ thị trường tiền tệ không có lợi thế đặc biệt so với tiền gửi ngân hàng. Vào đầu năm 1978, tình hình thay đổi nhanh chóng khi lạm phát gia tăng và lãi suất thị trường bắt đầu tăng trên 10%, cao hơn nhiều so với lãi suất tối đa 5,5% trả trên tài khoản tiền gửi tiết kiệm theo Quy định Q. Năm 1977, các quỹ tương hỗ thị trường tiền tệ có tài sản dưới 4 tỷ đô la; năm 1978, tài sản của họ lên gần 10 tỷ đô la; năm 1979, lên tới hơn 40

Đọc thêm Bruce Bent và Hoảng loạn quỹ tương hỗ thị trường tiền tệ năm 2008

Bruce Bent, một trong những người tạo ra quỹ tương hỗ thị trường tiền tệ, gần như đã phá sập ngành này trong cuộc khủng hoảng tài chính toàn cầu vào mùa thu năm 2008. Bent nói với các cổ đông của mình trong một lá thư viết vào tháng 7 năm 2008 rằng quỹ được quản lý trên cơ sở của "kỷ luật kiên định tập trung vào việc bảo vệ số tiền của bạn." Ông cũng đã viết thư cho Ủy ban Chứng khoán và Sở giao dịch vào tháng 9 năm 2007, nói rằng, "Khi tôi tạo ra quỹ thị trường tiền tệ lần đầu tiên vào năm 1970, nó được thiết kế dựa trên các nguyên tắc về an toàn và thanh khoản." Ông nói thêm rằng các nguyên tắc này đã "rơi vào tình trạng khó khăn khi các nhà quản lý danh mục đầu tư theo đuổi lãi suất cao nhất và làm tổn hại đến tính toàn vẹn của quỹ tiền tệ". Thế mà, Bent đã không làm theo lời khuyên của chính mình, và quỹ của ông, Reserve Primary Fund, đã mua các tài sản rủi ro khiến lãi suất của nó cao hơn mức trung bình của ngành

Khi Lehman Brothers phá sản vào ngày 15 tháng 9 năm 2008, Reserve Primary Fund, với tài sản hơn 60 tỷ đô la, bị phát hiện đang ôm khoản nợ 785 triệu đô la của Lehman, sau đó khoản nợ này phải kết toán về giá trị 0. Kết quả thua lỗ này có nghĩa là vào ngày 16 tháng 9, quỹ của Bent không còn đủ khả năng để mua lại cổ phiếu của mình với mệnh giá 1 đô la, một tình huống được gọi là "thủng mệnh giá"*. Các cổ đông của Bent bắt đầu rút tiền ra khỏi quỹ, khiến quỹ này mất đi 90% tài sản.

Nỗi sợ rằng điều này có thể xảy ra với các quỹ tương hỗ thị trường tiền tệ khác đã dẫn đến một cơn hoảng loạn kinh điển, trong đó các cổ đông bắt đầu rút tiền của họ ở mức báo động. Toàn bộ ngành công nghiệp quỹ tương hỗ thị trường tiền tệ như thế sẽ sụp đổ. Để ngăn chặn điều này, Cục Dự trữ Liên bang và Bộ Tài chính Hoa Kỳ đã hành động để giải cứu vào ngày 19 tháng 9. Fed đã thiết lập một cơ sở, được thảo luận trong Chương 15, cung cấp các khoản vay được sử dụng để mua thương phiếu từ các quỹ tương hỗ thị trường tiền tệ để họ có thể đáp ứng nhu cầu hoàn lại từ các nhà đầu tư của họ. Sau đó Kho bạc đưa ra một bảo đảm tạm thời cho tất cả nhu cầu hoàn lại từ quỹ tương hỗ thị trường tiền tệ, và cơn hoảng loạn đã lắng xuống.

Không có gì đáng ngạc nhiên, với việc mở rộng mạng lưới an toàn của chính phủ cho ngành quỹ tương hỗ thị trường tiền tệ, đã có những kêu gọi điều tiết ngành này một cách nghiêm khắc hơn. Ngành công nghiệp quỹ tương hỗ thị trường tiền tệ sẽ không bao giờ còn như cũ nữa.

* Từ gốc *break the buck* có nghĩa là phá thủng mức 1 đô la, cũng là mệnh giá của cổ phiếu quỹ tương hỗ.

tỷ đô la; và năm 1982, lên tới 230 tỷ đô la. Hiện tại, tài sản của họ rơi vào khoảng 2,7 nghìn tỷ đô la. Ít nhất, các quỹ tương hỗ thị trường tiền tệ là một ví dụ về thành công của đổi mới tài chính, cũng là những gì chúng ta đã dự đoán trong bối cảnh tài chính cuối những năm 1970 và đầu những năm 1980, khi lãi suất tăng vọt vượt quá trần quy định Q.

Có một điều trớ trêu, các khoản đầu tư mạo hiểm của quỹ tương hỗ thị trường tiền tệ do Bruce Brent thành lập gần như đã làm sụp đổ ngành quỹ tương hỗ thị trường tiền tệ trong cuộc khủng hoảng tài chính toàn cầu năm 2008 (xem hộp Đọc thêm, "Bruce Bent và Hoảng loạn quỹ tương hỗ thị trường tiền tệ năm 2008 ").

Tài khoản quét Một cải tiến khác cho phép các ngân hàng tránh "thuế" từ các yêu cầu dự trữ là **tài khoản quét**. Theo đó, bất kỳ số dư nào vượt quá một số tiền nhất định trong tài khoản giao dịch của công ty vào cuối ngày làm việc sẽ bị "quét" ra khỏi tài khoản và được đầu tư vào chứng khoán qua đêm có trả lãi. Bởi vì các khoản tiền "được quét" không còn được phân loại là tiền gửi giao dịch, chúng không phải tuân theo các yêu cầu về dự trữ và do đó không bị "đánh thuế". Chúng cũng có lợi thế là cho phép các ngân hàng, trên thực tế, trả lãi cho các tài khoản giao dịch này, việc vốn không được phép theo các quy định hiện hành. Bởi vì tài khoản quét đã trở nên vô cùng phổ biến, chúng đã giảm lượng dự trữ bắt buộc đến mức mà hầu hết các ngân hàng không còn thấy yêu cầu dự trữ là ràng buộc nữa: Nói cách khác, họ tự nguyện giữ nhiều dự trữ hơn mức cần thiết.

Những đổi mới tài chính gồm tài khoản quét và quỹ tương hỗ thị trường tiền tệ đặc biệt thú vị vì chúng được kích thích không chỉ bởi mong muốn tránh một quy định tốn kém mà còn bởi sự thay đổi trong điều kiện cung — trong trường hợp này là công nghệ thông tin. Nếu không có máy tính chi phí thấp để xử lý lượng giao dịch tăng lên do yêu cầu của những đổi mới này một cách không tốn kém, chúng sẽ không thể sinh lợi và do đó sẽ không thể phát triển. Các yếu tố công nghệ thường kết hợp với các động lực khác, chẳng hạn như mong muốn né một quy định nào đó, để tạo ra sự đổi mới.

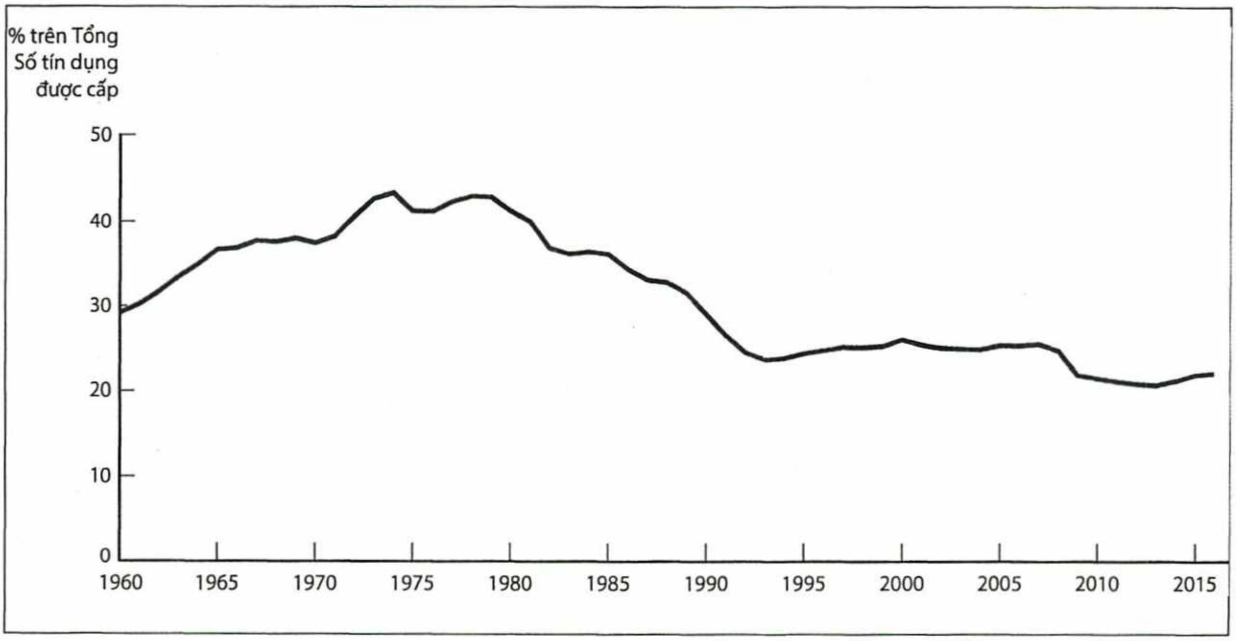
Đổi mới tài chính và sự suy yếu của ngân hàng truyền thống

Vai trò trung gian tài chính truyền thống của ngân hàng là cho vay dài hạn và tài trợ chúng bằng cách phát hành tiền gửi ngắn hạn, một quá trình chuyển đổi tài sản thường được gọi là "vay ngắn và cho vay dài." Sau đây, chúng ta tìm hiểu cách thức các đổi mới tài chính tạo ra một môi trường cạnh tranh hơn với ngành ngân hàng, khiến ngành này thay đổi đáng kể, và khiến hoạt động kinh doanh ngân hàng truyền thống của nó suy giảm.

Tại Hoa Kỳ, vai trò nguồn cung cấp quỹ quan trọng cho những người đi vay phi tài chính của các ngân hàng thương mại đã bị thu hẹp đáng kể. Như chúng ta thấy trong Hình 2, vào năm 1974, các ngân hàng đã cung cấp hơn 40% lượng quỹ này; đến năm 2017 thị phần của họ giảm xuống còn hơn 20% một chút.

Để hiểu tại sao hoạt động kinh doanh ngân hàng truyền thống lại giảm về quy mô, ta cần xem xét các đổi mới tài chính được mô tả phía trên đã khiến các ngân hàng bị suy giảm lợi thế chi phí trong huy động quỹ như thế nào — nhìn từ khía cạnh nợ phải trả của bảng cân đối kế toán — trong khi đồng thời làm mất lợi thế thu nhập về phía tài sản trong bảng cân đối kế toán của họ. Sự sụt giảm đồng thời của lợi thế chi phí và thu nhập đã dẫn đến giảm lợi nhuận của ngân hàng truyền thống và khiến các ngân hàng rời bỏ ngành kinh doanh này tham gia vào các hoạt động mới và có lợi hơn.

Giảm Lợi thế Chi phí trong Huy động quỹ (Nợ phải trả) Cho đến năm 1980, các ngân hàng bị áp mức trần lãi suất huy động khiến họ không được trả bất kỳ khoản lãi nào cho tiền gửi giao dịch và (theo Quy định Q) phải chịu giới hạn lãi suất cho tiền gửi tiết kiệm tối



HÌNH 2 **Thị phần ngân hàng trong tổng số khoản vay phi tài chính, 1960–2017**

Năm 1974, các ngân hàng cung cấp hơn 40% số tiền này; đến năm 2017 thị phần của họ giảm xuống còn hơn 20% một chút.

Nguồn: Ngân hàng Dự trữ Liên bang St. Louis, cơ sở dữ liệu FRED: https://fred.stlouisfed.org/series/TODNS và https://www.federalreserve.gov/releases/z1/current/data.htm, Bảng L110.

đa hơn 5% một chút. Cho đến những năm 1960, những hạn chế này có lợi cho các ngân hàng vì nguồn quỹ chính của họ (hơn 60%) là các khoản tiền gửi giao dịch, và chi phí lãi suất bằng không cho các khoản tiền gửi này có nghĩa là các ngân hàng có chi phí sử dụng quỹ rất thấp. Tuy nhiên, lợi thế chi phí này cho các ngân hàng không kéo dài.

Sự gia tăng lạm phát bắt đầu từ cuối những năm 1960 dẫn đến lãi suất cao hơn, khiến các nhà đầu tư nhạy cảm hơn với chênh lệch lãi suất trên các tài sản khác nhau. Kết quả là quá trình *phi trung gian hóa*, mọi người bắt đầu rút tiền ra khỏi ngân hàng vì lãi suất thấp đối với cả tiền gửi giao dịch và tiết kiệm không kỳ hạn, và bắt đầu tìm kiếm các khoản đầu tư có lợi suất cao hơn. Đồng thời, như chúng ta đã thấy, nỗ lực lách trần lãi suất huy động và yêu cầu dự trữ đã tạo ra đổi mới tài chính với sự ra đời của các quỹ tương hỗ thị trường tiền tệ, khiến các ngân hàng gặp bất lợi hơn nữa vì người gửi tiền giờ đây có thể sử dụng các dịch vụ giống như tài khoản giao dịch và vẫn nhận lãi trên các tài khoản quỹ tương hỗ thị trường tiền tệ. Một biểu hiện của những thay đổi này trong hệ thống tài chính là tầm quan trọng của tiền gửi giao dịch, một nguồn quỹ chi phí thấp, đối với các ngân hàng đã giảm một cách đáng kể, từ hơn 60% nợ phải trả ngân hàng xuống còn 11% hiện nay.

Khó khăn ngày càng tăng đối với các ngân hàng trong việc huy động quỹ đã khiến vào những năm 1980 họ ủng hộ luật loại bỏ Quy định Q áp đặt trần lãi suất tiền gửi tiết kiệm không kỳ hạn và cho phép các tài khoản tiền gửi giao dịch được trả lãi. Mặc dù những thay đổi trong quy định này đã giúp các ngân hàng cạnh tranh hơn khi tìm kiếm nguồn quỹ, nhưng điều đó cũng có nghĩa là chi phí huy động quỹ của họ đã tăng lên đáng kể, do đó làm giảm lợi thế chi phí trước đó của họ so với các định chế tài chính khác.

Giảm lợi thế thu nhập từ sử dụng quỹ (Tài sản) Việc các ngân hàng Hoa Kỳ mất đi lợi thế chi phí bên nợ phải trả của bảng cân đối kế toán là một lý do khiến họ cạnh tranh kém hơn, nhưng cũng bị ảnh hưởng bởi sự suy giảm lợi thế thu nhập bên phía tài sản từ những đổi mới tài chính mà chúng ta đã thảo luận trước đó — trái phiếu rác, chứng khoán hóa và sự trỗi dậy của thị trường thương phiếu. Việc các ngân hàng mất đi lợi thế thu nhập tương đối trước những đổi mới này đã dẫn đến mất thị phần và dẫn đến sự phát triển của hệ thống ngân hàng ẩn, hệ thống này đã tận dụng đổi mới để cho phép người vay bỏ qua hệ thống ngân hàng truyền thống.

Có thể thấy những cải tiến trong công nghệ thông tin đã giúp các công ty phát hành chứng khoán trực tiếp ra công chúng dễ dàng hơn. Thay đổi này có nghĩa là thay vì đến các ngân hàng để tài trợ cho các nhu cầu tín dụng ngắn hạn, nhiều khách hàng doanh nghiệp quan trọng của các ngân hàng thấy việc huy động quỹ từ thị trường thương phiếu sẽ rẻ hơn. Sự xuất hiện của thị trường trái phiếu rác cũng đã ăn vào hoạt động kinh doanh cho vay của các ngân hàng. Những cải tiến trong công nghệ thông tin đã giúp các công ty bán trái phiếu trực tiếp ra công chúng dễ dàng hơn, qua đó qua mặt các ngân hàng. Mặc dù các công ty trong danh sách *Fortune* 500 bắt đầu đi theo con đường này từ những năm 1970, nhưng hiện nay những doanh nghiệp kém nổi tiếng và chất lượng thấp hơn cũng đang ít tìm đến ngân hàng hơn vì họ tiếp cận được thị trường trái phiếu rác.

Chúng ta cũng thấy rằng những cải tiến trong công nghệ máy tính đã dẫn đến sự phát triển của hệ thống ngân hàng ẩn và chứng khoán hóa, với việc các tài sản tài chính kém thanh khoản như các khoản vay ngân hàng và thế chấp được chuyển thành chứng khoán có thể giao dịch. Máy tính cho phép các định chế tài chính khác tạo ra các khoản vay vì lúc này họ có thể đánh giá chính xác rủi ro tín dụng bằng các phương pháp thống kê. Máy tính cũng làm giảm chi phí giao dịch, giúp gộp các khoản vay này và bán chúng dưới dạng chứng khoán. Khi rủi ro vỡ nợ có thể được đánh giá dễ dàng bằng máy tính, các ngân hàng không còn lợi thế trong việc cho vay. Không còn lợi thế trước đây, các ngân hàng đã đánh mất hoạt động kinh doanh cho vay vào các định chế tài chính khác mặc dù chính các ngân hàng đang tham gia vào quá trình chứng khoán hóa. Chứng khoán hóa là một vấn đề đặc thù của các tổ chức phát hành khoản vay thế chấp như các định chế S&L, vì hầu hết các khoản thế chấp nhà ở hiện đã được chứng khoán hóa.

Ứng phó của các ngân hàng Trong bất kỳ ngành nào, sự sụt giảm lợi nhuận thường dẫn đến việc rút khỏi ngành (thường do phá sản diện rộng) và thị phần bị thu hẹp. Điều này đã xảy ra đối với ngành ngân hàng Hoa Kỳ trong những năm 1980 thông qua các vụ hợp nhất và phá sản ngân hàng.

Trong khi nỗ lực tồn tại và duy trì mức lợi nhuận phù hợp, nhiều ngân hàng Hoa Kỳ đã phải đối mặt với hai lựa chọn. Đầu tiên, họ có thể cố gắng duy trì hoạt động cho vay truyền thống của mình bằng cách mở rộng sang các lĩnh vực cho vay mới và rủi ro hơn. Ví dụ, các ngân hàng Hoa Kỳ đã tăng cường hấp thụ rủi ro bằng cách tăng tỷ trọng quỹ vào các khoản vay bất động sản thương mại, theo truyền thống là một loại cho vay có tính rủi ro. Ngoài ra, họ đã tăng cường cho vay đối với các giao dịch sáp nhập của công ty và các giao dịch sáp nhập đòn bẩy, là những giao dịch có tỷ lệ vay nợ cao. Do đó, sự sụt giảm lợi nhuận từ hoạt động kinh doanh truyền thống của các ngân hàng có thể đã góp phần dẫn đến cuộc khủng hoảng tài chính toàn cầu 2007-2009.

Các ngân hàng tìm cách thứ hai để duy trì mức lợi nhuận cũ là theo đuổi các hoạt động ngoại bảng mới có lợi hơn và thực chất là bao trùm hệ thống ngân hàng ẩn. Các ngân hàng thương mại Hoa Kỳ đã làm điều này vào đầu những năm 1980, tăng hơn gấp đôi tỷ trọng thu nhập của họ đến từ các hoạt động ngoại bảng, phi lãi suất. Các hoạt động ngân hàng phi truyền thống có rủi ro tiềm năng cao hơn và do đó, các ngân hàng phải hấp thụ

rủi ro quá mức. Chúng đã thực sự dẫn đến sự sụt giảm giá trị đáng kể của bảng cân đối kế toán ngân hàng trong cuộc khủng hoảng tài chính toàn cầu.

Hoạt động kinh doanh truyền thống của các ngân hàng suy giảm đã thúc đẩy ngành ngân hàng tìm kiếm các cơ hội kinh doanh mới. Việc tìm kiếm các cơ hội này nhìn theo một cách nào đó vẫn có lợi vì cuối cùng nó giúp cho các ngân hàng luôn hoạt động và lành mạnh. Thực tế là lợi nhuận của ngân hàng ở mức cao cho đến năm 2007, và các hoạt động ngoại bảng phi truyền thống đóng một vai trò quan trọng trong lợi nhuận cao của ngân hàng. Tuy nhiên, những hướng đi mới trong lĩnh vực ngân hàng dẫn đến việc tăng cường hấp thụ rủi ro, và do đó, sự suy giảm của hoạt động ngân hàng truyền thống đã đòi hỏi các cơ quan quản lý phải cảnh giác hơn. Các hoạt động ngân hàng phi truyền thống đặt ra những thách thức mới cho các nhà quản lý ngân hàng, những người, như chúng ta đã thấy trong Chương 10, giờ đây phải quan tâm nhiều hơn đến các hoạt động ngoại bảng của các ngân hàng.

Sự suy giảm của hoạt động ngân hàng truyền thống ở các nước công nghiệp phát triển khác Các sức ép tương tự như ở Hoa Kỳ đã dẫn đến sự suy giảm của ngành ngân hàng truyền thống ở các nước công nghiệp phát triển khác. Sức mạnh độc quyền của các ngân hàng đối với người gửi tiền cũng bị mất đi bên ngoài Hoa Kỳ. Đổi mới tài chính và quá trình nới lỏng điều tiết đang diễn ra trên toàn thế giới và đã tạo ra các lựa chọn thay thế hấp dẫn cho cả người gửi tiền và người đi vay. Ví dụ, ở Nhật Bản, việc nới lỏng điều tiết đã mở ra một loạt các công cụ tài chính mới cho công chúng, gây ra một quá trình phi trung gian hóa tương tự như ở Hoa Kỳ. Ở các nước châu Âu, các đổi mới đã dần dần xóa bỏ các rào cản vốn có truyền thống bảo vệ các ngân hàng khỏi cạnh tranh.

Các ngân hàng ở các quốc gia khác cũng phải đối mặt với cạnh tranh gia tăng từ việc mở rộng thị trường chứng khoán và sự phát triển của hệ thống ngân hàng ẩn. Cả việc nới lỏng điều tiết tài chính và những tiến bộ trong công nghệ thông tin ở các nước khác đã cải thiện tính sẵn có của thông tin trên thị trường chứng khoán, giúp các công ty thay vì đến ngân hàng có thể tài trợ cho các hoạt động của mình bằng cách phát hành chứng khoán, dễ dàng hơn và ít tốn kém hơn. Hơn nữa, ngay cả ở những nước mà thị trường chứng khoán chưa phát triển, các ngân hàng vẫn thua lỗ trong hoạt động kinh doanh cho vay vì những khách hàng doanh nghiệp quan trọng nhất của họ có cơ hội tiếp cận ngày càng nhiều hơn với thị trường vốn nước ngoài và *offshore*, chẳng hạn như thị trường Eurobond. Ở các nền kinh tế nhỏ hơn, như Australia, vẫn chưa có thị trường trái phiếu doanh nghiệp hoặc thương phiếu phát triển tốt, các ngân hàng đã mất hoạt động kinh doanh cho vay vào tay thị trường chứng khoán quốc tế. Các biến động tương tự ở Hoa Kỳ cũng xảy ra ở các quốc gia khác và đã làm giảm lợi nhuận của ngân hàng truyền thống ở đó. Hoa Kỳ không phải là nơi duy nhất mà các ngân hàng phải đối mặt với một môi trường cạnh tranh khốc liệt. Do đó, mặc dù so với các nước khác sự suy giảm của ngân hàng truyền thống ở Hoa Kỳ xảy ra sớm hơn, nhưng cũng chính những nhân tố này đã gây ra sự suy giảm của ngân hàng truyền thống ở nước ngoài.

CẤU TRÚC NGÀNH NGÂN HÀNG THƯƠNG MẠI HOA KỲ

Có khoảng 6.000 ngân hàng ở Hoa Kỳ, lớn hơn nhiều so với bất kỳ quốc gia nào khác trên thế giới. Như Bảng 1 chỉ ra, chúng ta có vô số các ngân hàng nhỏ. Hơn 25% những ngân hàng này có tài sản dưới 100 triệu đô la. Sự phân bổ quy mô ở Canada hoặc Vương quốc Anh có tính điển hình hơn nhiều, chỉ có năm ngân hàng trở xuống thống

BẢNG 1 **Phân bố quy mô của các Ngân hàng được Bảo hiểm FDIC, ngày 31 tháng 3 năm 2017**

Tài sản	Số lượng ngân hàng	Tỷ lệ ngân hàng (%)	Tỷ lệ tài sản nắm giữ (%)
Dưới 100 triệu đô la	1,501	25.6	0.5
100 triệu đô la – 1 tỷ đô la	3,605	61.6	6.9
1 tỷ đô la - 10 tỷ đô la	632	10.8	10.4
10 tỷ đô la - 250 tỷ đô la	109	1.9	31.6
Hơn 250 tỷ đô la	9	0.2	50.6
Toàn bộ	5,856	100.00	100.00

Nguồn: Hồ sơ Ngân hàng Hàng quý của FDIC, https://www.fdic.gov/bank/analytical/qbp/index.html

trị cả ngành. Ngược lại, mười ngân hàng thương mại lớn nhất ở Hoa Kỳ (liệt kê trong Bảng 2) cùng nhau chỉ nắm giữ 60% tài sản trong ngành.

Hầu hết các ngành ở Hoa Kỳ có số doanh nghiệp ít hơn nhiều so với ngành ngân hàng thương mại; thông thường, các doanh nghiệp lớn có xu hướng thống trị các ngành này ở mức độ lớn hơn so với ngành ngân hàng thương mại. (Như ngành công nghiệp phần mềm máy tính, thống trị bởi Microsoft, hoặc ngành công nghiệp ô tô, do General Motors, Ford, Daimler-Chrysler, Toyota và Honda thống trị.) Phải chăng số lượng lớn các ngân hàng trong ngành ngân hàng thương mại và sự thiếu vắng của nhóm doanh nghiệp thống trị cho thấy rằng ngân hàng thương mại có tính cạnh tranh hơn các ngành khác?

BẢNG 2 **Mười ngân hàng lớn nhất của Hoa Kỳ, 2017**

Ngân hàng	Tài sản (tỷ đô la)	Thị phần Tài sản của tất cả Ngân hàng Thương mại (%)
1. J.P. Morgan Chase & Co.	2,420	14.4
2. Bank of America Corp.	2,150	12.8
3. Citigroup Inc.	1,770	10.5
4. Wells Fargo & Co.	1,750	10.4
5. U.S. Bankcorp	416	2.5
6. Bank of New York Mellon Corp.	377	2.2
7. PNC Financial Services Group	362	2.2
8. Capital One Financial Corp.	314	1.9
9. HSBC North America Holdings	292	1.7
10. TD Bank U.S. Holding Co.	253	1.5
Tổng cộng	10,103	60.1

Nguồn: Từ Bankrate.com — So sánh lãi vay thế chấp, tái cấp vốn, bảo hiểm, CD: http://www.bankrate.com/banking/americas-top-10-biggest-banks/#slide=1.

Hạn chế mở chi nhánh

Thực sự thì sự hiện diện của rất nhiều ngân hàng thương mại ở Hoa Kỳ phản ánh việc các quy định trong quá khứ đã hạn chế khả năng mở chi nhánh của các định chế tài chính này. Mỗi bang có quy định riêng về loại hình và số lượng chi nhánh ngân hàng có thể mở. Ví dụ, các quy định ở cả hai vùng duyên hải có xu hướng cho phép các ngân hàng mở chi nhánh trên khắp một bang; ở miền trung, các quy định về chi nhánh ngặt nghèo hơn, trong một số trường hợp không cho phép mở chi nhánh. Đạo luật McFadden năm 1927, được xây dựng nhằm đặt các ngân hàng quốc gia và ngân hàng cấp bang ngang hàng nhau (và Tu chính án Douglas năm 1956, đã vá một lỗ hổng trong Đạo luật McFadden), đã nghiêm cấm các ngân hàng mở chi nhánh bên ngoài biên giới bang và buộc tất cả các ngân hàng quốc gia phải tuân thủ các quy định mở chi nhánh của bang nơi đặt trụ sở chính của họ.

Đạo luật McFadden và các quy định về mở chi nhánh của bang đã tạo ra sức phản cạnh tranh mạnh mẽ trong ngành ngân hàng thương mại, cho phép nhiều ngân hàng nhỏ tồn tại vì các ngân hàng lớn bị ngăn cản mở chi nhánh gần đó. Tại sao các quy định hạn chế mở chi nhánh lại xuất hiện ở Mỹ dù ta biết cạnh tranh là có lợi? Lời giải thích đơn giản nhất là người dân Mỹ có thái độ thù địch truyền thống với các ngân hàng lớn. Các bang có các quy định mở chi nhánh khó khăn nhất thường là những nơi có tâm lý chống ngân hàng theo chủ nghĩa dân túy mạnh nhất trong thế kỷ XIX. (Những bang này thường có tỷ lệ nông dân lớn, có mối quan hệ với ngân hàng trở nên căng thẳng một cách định kỳ mỗi khi các ngân hàng siết nợ những nông dân không trả được tiền vay.) Di sản chính trị của thế kỷ 19 là một hệ thống ngân hàng với các quy định hạn chế về mở chi nhánh và kèm theo là số lượng nhiều bất thường của các ngân hàng nhỏ. Tuy nhiên, như chúng ta sẽ thấy ở phần sau của chương này, các hạn chế về chi nhánh đã được loại bỏ và chúng ta đã chuyển sang hoạt động ngân hàng toàn quốc.

Ứng phó với các hạn chế mở chi nhánh

Một đặc điểm quan trọng của ngành ngân hàng Hoa Kỳ là cạnh tranh có thể bị kìm hãm bởi các quy định nhưng không hoàn toàn bị dập tắt. Như chúng ta đã thấy trước đó trong chương này, sự tồn tại của các quy định hạn chế sẽ kích thích các đổi mới tài chính nhằm vượt qua các quy định này, nhằm tìm kiếm lợi nhuận của các ngân hàng. Các quy định hạn chế mở chi nhánh đã kích thích các vận động kinh tế tương tự và đã thúc đẩy sự phát triển của hai đổi mới tài chính: các công ty sở hữu ngân hàng và máy rút tiền tự động.

Các công ty sở hữu ngân hàng Công ty mẹ là một công ty sở hữu một số công ty con khác nhau. Hình thức sở hữu doanh nghiệp này có những lợi thế quan trọng đối với các ngân hàng. Nó đã cho phép họ phá vỡ các quy định hạn chế về chi nhánh, bởi vì công ty mẹ có thể sở hữu lợi ích kiểm soát trong một vài ngân hàng ngay cả khi không được phép mở chi nhánh. Hơn nữa, một công ty mẹ của ngân hàng có thể tham gia vào các hoạt động khác liên quan đến ngân hàng, chẳng hạn như cung cấp dịch vụ tư vấn đầu tư, xử lý và truyền dữ liệu, cho thuê, dịch vụ thẻ tín dụng và cung cấp các khoản vay ở các bang khác.

Sự phát triển của các công ty sở hữu ngân hàng là rất ấn tượng trong ba thập kỷ qua. Ngày nay các công ty mẹ ngành ngân hàng sở hữu hầu hết các ngân hàng lớn, và hơn 90% tổng số tiền gửi ngân hàng thương mại được giữ tại các ngân hàng do công ty mẹ sở hữu.

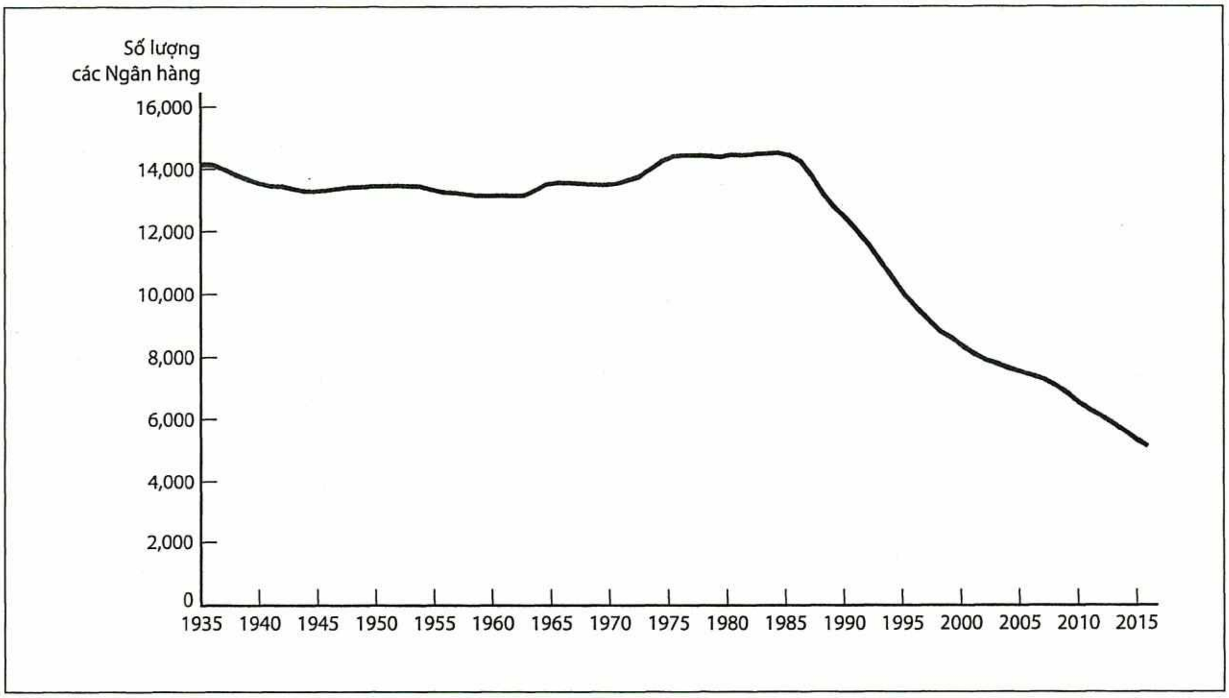
Máy rút tiền tự động Một đổi mới tài chính khác xuất phát từ nhu cầu né các hạn chế về mở chi nhánh là máy rút tiền tự động (ATM - Automated Teller Machine). Các ngân hàng nhanh chóng nhận ra rằng nếu họ không sở hữu hoặc thuê máy ATM mà để nó thuộc sở hữu của người khác và trả phí cho mỗi giao dịch, máy ATM sẽ không được coi là chi nhánh

của ngân hàng và do đó sẽ không bị quản lý theo quy định mở chi nhánh. Đây chính là kết luận của các cơ quan quản lý và tòa án ở hầu hết các bang. Bởi vì chúng cho phép các ngân hàng mở rộng thị trường, một số các đơn vị kinh doanh tiện ích chia sẻ kiểu này (như Cirrus và NYCE) đã được thành lập trên phạm vi toàn quốc. Hơn nữa, ngay cả khi một máy ATM thuộc sở hữu của một ngân hàng, các bang thường có các quy định đặc biệt cho phép lắp đặt các máy ATM rộng rãi hơn mức cho phép đối với các chi nhánh "gạch-và-vữa".

Như chúng ta đã thấy trước đó trong chương này, né tránh quy định không phải là lý do duy nhất cho sự phát triển máy ATM. Công nghệ máy tính và viễn thông giá rẻ cho phép các ngân hàng cung cấp máy ATM với chi phí thấp, biến chúng thành một sự đổi mới sinh lợi. Ví dụ này minh họa thêm rằng các yếu tố công nghệ thường kết hợp với các động lực khuyến khích, chẳng hạn như mong muốn tránh các quy định hạn chế, để tạo ra sự đổi mới tài chính.

HỢP NHẤT NGÂN HÀNG VÀ NGÂN HÀNG TOÀN QUỐC

Như chúng ta có thể thấy trong Hình 3, sau một thời gian ổn định đáng kể từ năm 1934 đến giữa những năm 1980, số lượng các ngân hàng thương mại ở Hoa Kỳ bắt đầu giảm mạnh. Tại sao lại có sự sụt giảm đột ngột này?



HÌNH 3 **Số lượng Ngân hàng được FDIC bảo hiểm tại Hoa Kỳ, 1934–2016 (Quý III)**

Sau một thời gian ổn định từ năm 1934 đến giữa những năm 1980, số lượng các ngân hàng thương mại bắt đầu giảm mạnh.

Nguồn: FDIC, https://www5.fdic.gov/hsob/HSOBRpt.asp.

Ngành ngân hàng đã trải qua thời kỳ khó khăn trong thập niên 1980 và đầu những năm 1990, với con số hơn 100 ngân hàng phá sản mỗi năm từ năm 1985 đến năm 1992 (phần sau của chương sẽ nói thêm về điều này). Nhưng những vụ sụp đổ của ngân hàng chỉ là một phần của câu chuyện. Trong những năm 1985–1992, số lượng ngân hàng đã giảm đi 3.000 — nhiều hơn gấp đôi số ngân hàng phá sản. Và trong giai đoạn 1992–2007, khi ngành ngân hàng lành mạnh trở lại, số lượng ngân hàng thương mại giảm hơn 3.800, trong đó, chưa đến 5% là các ngân hàng phá sản, và hầu hết là các ngân hàng nhỏ. Do đó, chúng ta thấy rằng phá sản ngân hàng đóng một vai trò quan trọng, nhưng không phải chủ yếu, trong sự suy giảm số lượng ngân hàng trong giai đoạn 1985–1992 và hầu như không có vai trò đáng kể cho đến năm 2007. Tuy nhiên, cuộc khủng hoảng tài chính toàn cầu đã dẫn đến sự sụt giảm mạnh hơn về số lượng ngân hàng do phá sản.

Vậy điều gì giải thích phần còn lại của câu chuyện? Câu trả lời là hợp nhất ngân hàng. Các ngân hàng đã hợp nhất hoặc đã mua lại các ngân hàng khác để tạo ra các tổ chức lớn hơn. Điều này làm nảy sinh một câu hỏi mới: Tại sao việc hợp nhất ngân hàng lại diễn ra trong những năm gần đây?

Như chúng ta đã thấy, việc các ngân hàng khai thác khe hở đã làm giảm hiệu quả của các hạn chế mở chi nhánh, dẫn đến việc nhiều bang thấy rằng sẽ có lợi nhất nếu họ cho phép sở hữu ngân hàng ngoài biên giới bang. Kết quả là sự hình thành các hiệp định khu vực tương hỗ theo đó các ngân hàng ở một bang được phép sở hữu các ngân hàng ở các bang khác trong khu vực. Năm 1975, Maine ban hành luật ngân hàng liên tiểu bang đầu tiên cho phép các công ty sở hữu ngân hàng ở bang khác mua các ngân hàng ở bang này. Năm 1982, Massachusetts ban hành hiệp định khu vực với các bang khác ở New England cho phép thành lập ngân hàng liên tiểu bang, và nhiều hiệp định khu vực khác đã được thông qua sau đó cho đến đầu những năm 1990, hầu như tất cả các bang đều cho phép một số hình thức ngân hàng liên tiểu bang nào đó.

Với việc những rào cản đối với hoạt động ngân hàng liên tiểu bang bị dỡ bỏ vào đầu những năm 1980, các ngân hàng thấy rằng họ có thể đạt được những lợi ích của việc đa dạng hóa vì giờ đây họ có thể cho vay ở nhiều bang thay vì chỉ một. Điều này mang lại cho họ một lợi thế: Nếu nền kinh tế của một bang yếu, bang khác nơi họ cũng hoạt động có thể có nền kinh tế mạnh, do đó làm giảm khả năng các khoản vay ở các bang khác nhau bị vỡ nợ cùng một lúc. Ngoài ra, việc cho phép các ngân hàng sở hữu ngân hàng ở các bang khác có nghĩa là họ có thể tăng quy mô thông qua việc mua lại các ngân hàng ngoài bang hoặc bằng cách sáp nhập với các ngân hàng ở các bang khác. Sáp nhập và mua lại đánh dấu giai đoạn đầu tiên của quá trình hợp nhất ngân hàng, đóng vai trò quan trọng trong sự sụt giảm số lượng ngân hàng kể từ năm 1985. Một kết quả khác của việc nới lỏng các hạn chế đối với việc mở chi nhánh liên tiểu bang là sự phát triển của một loại ngân hàng mới, được gọi là **ngân hàng siêu khu vực**, là những công ty sở hữu ngân hàng có thể cạnh tranh được với các ngân hàng trung tâm tiền tệ về quy mô nhưng có trụ sở chính không ở một trong những thành phố trung tâm tiền tệ (New York, Chicago và San Francisco). Ví dụ về các ngân hàng siêu khu vực này là Bank of America ở Charlotte, North Carolina, và Banc One ở Columbus, Ohio.

Không ngạc nhiên khi sự ra đời của Web và sự cải tiến công nghệ máy tính là yếu tố khác thúc đẩy hợp nhất ngân hàng. Lợi thế kinh tế theo quy mô đã tăng lên bởi vì để thiết lập nền tảng công nghệ thông tin cho các định chế tài chính cần các khoản đầu tư lớn, trả trước. Để tận dụng các lợi thế kinh tế theo quy mô này, các ngân hàng cần phải lớn hơn, và sự phát triển này làm phát sinh các vụ hợp nhất. Công nghệ thông tin cũng ngày càng nâng cao **lợi thế kinh tế theo phạm vi**, là khả năng sử dụng một nguồn lực để cung cấp nhiều sản phẩm và dịch vụ khác nhau. Ví dụ, thông tin chi tiết về chất lượng và mức độ tín nhiệm của các công ty không chỉ hữu ích để quyết định có cho họ vay hay không mà còn có thể hữu ích trong việc xác định mức giá để giao dịch cổ phiếu của họ. Tương tự như vậy, một khi bạn đã tiếp thị một sản phẩm tài chính cho một nhà đầu tư, bạn sẽ biết cách tiếp thị một sản phẩm tài chính khác. Các doanh nhân mô tả lợi thế

kinh tế theo phạm vi bằng cách nói rằng có "sự cộng hưởng" giữa các ngành kinh doanh khác nhau và công nghệ thông tin đang làm cho những cộng hưởng này dễ xảy ra hơn. Kết quả là việc hợp nhất đang diễn ra không chỉ để làm cho các định chế tài chính lớn hơn mà còn để gia tăng sự kết hợp các sản phẩm và dịch vụ mà họ có thể cung cấp.

Sự hợp nhất này có hai hệ quả. Thứ nhất, các loại trung gian tài chính khác nhau đang xâm lấn lãnh thổ của nhau, khiến chúng trở nên giống nhau hơn. Thứ hai, hợp nhất đã dẫn đến sự phát triển của các tổ chức ngân hàng lớn, phức tạp. Sự phát triển này gặp thuận lợi nhờ việc bãi bỏ các hạn chế trong đạo luật Glass-Steagall đối với sự kết hợp giữa ngân hàng và các ngành dịch vụ tài chính khác, được thảo luận trong phần tiếp theo.

Đạo luật Riegle-Neal về hiệu quả chi nhánh và ngân hàng liên tiểu bang năm 1994

Quá trình hợp nhất ngân hàng đã được kích thích thêm khi Đạo luật Riegle- Neal về Hiệu quả Chi nhánh và Ngân hàng Liên tiểu bang được thông qua vào năm 1994. Đạo luật này đã mở rộng các hiệp ước khu vực ra toàn quốc và đảo ngược Đạo luật McFadden và Đạo luật Douglas cấm hoạt động ngân hàng liên tiểu bang. Đạo luật này không chỉ cho phép các công ty mẹ sở hữu ngân hàng mua lại các ngân hàng ở bất kỳ bang nào, kể cả khi luật của bang quy định ngược lại, mà các công ty mẹ của ngân hàng còn có thể hợp nhất các ngân hàng họ sở hữu thành một ngân hàng với các chi nhánh ở các bang khác nhau. Tuy nhiên, các bang được quyền từ chối việc mở chi nhánh liên tiểu bang, nhưng chỉ có Texas làm như vậy, mặc dù sau đó tiểu bang này đã thay đổi quan điểm của mình và cho phép hoạt động này.

Đạo luật Riegle-Neal cuối cùng đã thiết lập cơ sở cho một hệ thống ngân hàng ở phạm vi toàn quốc toàn diện. Mặc dù dịch vụ ngân hàng liên tiểu bang đã được thực hiện trước đây bằng cách mua các ngân hàng ngoài bang của các công ty mẹ, nhưng cho đến năm 1994, nó hầu như không tồn tại vì rất ít tiểu bang ban hành luật mở chi nhánh liên tiểu bang. Việc cho phép các ngân hàng hoạt động liên tiểu bang thông qua mở chi nhánh đặc biệt quan trọng vì nhiều chủ ngân hàng cảm thấy rằng lợi thế kinh tế theo quy mô không thể được khai thác triệt để thông qua cấu trúc công ty sở hữu ngân hàng mà phải thông qua mạng lưới chi nhánh để tất cả các hoạt động của ngân hàng được điều phối toàn diện.

Các ngân hàng toàn quốc bắt đầu xuất hiện. Khởi đầu với sự hợp nhất vào năm 1998 của Bank of America và NationsBank, ngân hàng đầu tiên có chi nhánh ở cả hai bờ, quá trình hợp nhất trong ngành ngân hàng đã tạo ra một số ngân hàng có hoạt động ở tất cả 50 bang.

Cấu trúc của ngành ngân hàng Hoa Kỳ sẽ như thế nào trong tương lai?

Giờ đây, ngân hàng toàn quốc đúng nghĩa ở Hoa Kỳ đã thành hiện thực, lợi ích của việc hợp nhất đối với ngành ngân hàng đã tăng lên đáng kể, thúc đẩy giai đoạn tiếp theo của quá trình sáp nhập và mua lại và đẩy nhanh sự sụt giảm số lượng ngân hàng thương mại. Với những thay đổi lớn xảy ra trong cấu trúc của ngành này, câu hỏi tất yếu được đặt ra: Ngành này sẽ như thế nào trong mười năm nữa?

Một quan điểm cho rằng nó sẽ trở nên giống như ở nhiều quốc gia khác (xem hộp Toàn cầu, "So sánh cấu trúc ngân hàng ở Hoa Kỳ và nước ngoài"), và chúng ta sẽ chỉ có vài trăm ngân hàng. Một quan điểm cực đoan hơn là nó sẽ giống như ở Canada hoặc Vương quốc Anh, với một vài ngân hàng lớn thống trị ngành. Hầu hết các chuyên gia đưa ra một câu trả lời khác: Cấu trúc của ngành ngân hàng Hoa Kỳ vẫn sẽ là duy nhất, nhưng không ở mức độ như trước đây. Tiến trình hợp nhất có thể sẽ lắng xuống khi ngành ngân hàng

Toàn cầu So sánh về cấu trúc ngân hàng ở Hoa Kỳ và nước ngoài

Cấu trúc của ngành ngân hàng thương mại ở Hoa Kỳ hoàn toàn khác với của các quốc gia công nghiệp phát triển khác. Hoa Kỳ đã bị chậm trong việc phát triển một hệ thống ngân hàng quốc gia đúng nghĩa, trong đó các ngân hàng có chi nhánh trên khắp đất nước. Kết quả là ở Hoa Kỳ có nhiều ngân hàng hơn ở các nước công nghiệp phát triển khác. Trái ngược với Hoa Kỳ, quốc gia có 6.000 ngân hàng, mọi quốc gia công nghiệp phát triển khác đều có ít hơn 1.000 ngân hàng. Ví dụ, Nhật Bản có ít hơn 100 ngân hàng thương mại - chỉ bằng một phần nhỏ so với số lượng ở Hoa Kỳ, mặc dù nền kinh tế và dân số của nó chỉ bằng một nửa quy mô của Hoa Kỳ. Một kết quả khác của những hạn chế trước đây đối với việc mở chi nhánh ở Hoa Kỳ là các ngân hàng của chúng ta có xu hướng nhỏ hơn nhiều so với các ngân hàng ở các quốc gia khác.

Mỹ tiếp cận tới con số vài nghìn, thay vì vài trăm ngân hàng. Hợp nhất ngân hàng sẽ không chỉ dẫn đến số lượng ngân hàng ít hơn mà còn dẫn đến sự dịch chuyển tài sản từ các ngân hàng nhỏ sang các ngân hàng lớn hơn.

Hợp nhất Ngân hàng và Ngân hàng Toàn quốc có tốt không?

Những người ủng hộ ngân hàng trên phạm vi toàn quốc tin rằng hợp nhất sẽ tạo ra các ngân hàng hiệu quả hơn và một hệ thống ngân hàng lành mạnh hơn, ít xảy ra phá sản ngân hàng hơn. Tuy nhiên, những người chỉ trích việc hợp nhất ngân hàng lo ngại rằng nó sẽ loại bỏ các ngân hàng nhỏ, được gọi là **ngân hàng cộng đồng**, và điều này sẽ dẫn đến việc các doanh nghiệp nhỏ khó vay được vốn hơn. Ngoài ra, họ lo lắng rằng một vài ngân hàng sẽ thống trị ngành này, khiến hoạt động kinh doanh ngân hàng trở nên kém cạnh tranh hơn.

Hầu hết các nhà kinh tế đều nghi ngờ những chỉ trích này. Như chúng ta đã thấy, nghiên cứu chỉ ra rằng ngay cả sau khi hợp nhất ngân hàng hoàn tất, Hoa Kỳ vẫn sẽ có rất nhiều ngân hàng. Do đó, ngành ngân hàng sẽ vẫn có tính cạnh tranh cao, thậm chí có thể còn hơn hiện tại, vì các ngân hàng đã từng được bảo vệ khỏi sự cạnh tranh từ các ngân hàng ngoại bang nay phải cạnh tranh mạnh mẽ để duy trì hoạt động kinh doanh.

Có vẻ như các ngân hàng cộng đồng cũng sẽ không biến mất. Khi Bang New York tự do hóa luật mở chi nhánh của mình vào năm 1962, đã có những lo ngại rằng các ngân hàng cộng đồng ở vùng xa sẽ bị các ngân hàng lớn của Thành phố New York đẩy khỏi thị trường. Điều này không những không xảy ra mà một số ông lớn còn nhận ra rằng các ngân hàng nhỏ có thể làm tốt hơn họ rất nhiều ở các thị trường địa phương. Tương tự như vậy, California, nơi đã cho phép mở chi nhánh không hạn chế toàn bang trong một thời gian dài, tiếp tục có một số lượng ngân hàng cộng đồng phát triển mạnh.

Theo các nhà kinh tế có một số lợi ích quan trọng từ việc hợp nhất ngân hàng và ngân hàng toàn quốc. Việc loại bỏ các hạn chế về địa lý đối với ngân hàng làm tăng cạnh tranh và đẩy các ngân hàng kém hiệu quả ra khỏi hệ thống, làm tăng hiệu quả của lĩnh vực ngân hàng. Việc hình thành các định chế ngân hàng lớn hơn cũng có nghĩa là hiệu quả sẽ tăng lên vì các tổ chức này có thể tận dụng lợi thế kinh tế theo quy mô và theo phạm vi. Việc gia tăng đa dạng hóa danh mục cho vay của các ngân hàng có thể làm giảm khả năng xảy ra khủng hoảng ngân hàng trong tương lai.

Vào những năm 1980 và đầu những năm 1990, các vụ vỡ nợ của ngân hàng thường tập trung ở các bang có nền kinh tế yếu kém. Ví dụ, sau khi giá dầu sụt giảm vào năm

1986, tất cả các ngân hàng thương mại lớn ở Texas, vốn rất có lãi, đều gặp khó khăn. Vào thời điểm đó, các ngân hàng ở New England lại hoạt động tốt. Tuy nhiên, khi cuộc suy thoái 1990–1991 ảnh hưởng nặng nề đến New England, một số ngân hàng ở New England bắt đầu phá sản. Với hệ thống ngân hàng toàn quốc, một ngân hàng có thể thực hiện các khoản cho vay ở cả New England và Texas và do đó sẽ ít có khả năng phá sản hơn vì khi các khoản vay gặp vấn đề ở một địa điểm, chúng có thể vẫn tốt ở nơi khác. Vì vậy, hoạt động ngân hàng toàn quốc được coi là một bước tiến quan trọng nhằm tạo ra một hệ thống ngân hàng ít bị tổn thương hơn trước các cuộc khủng hoảng ngân hàng.

Vẫn còn hai lo ngại về tác động của hợp nhất ngân hàng - rằng nó có thể dẫn đến việc giảm cho vay đối với các doanh nghiệp nhỏ và việc các ngân hàng đổ xô mở rộng sang các thị trường địa lý mới có thể làm tăng rủi ro dẫn đến phá sản của ngân hàng. Vẫn chưa có kết luận cuối cùng về những lo ngại này, nhưng hầu hết các nhà kinh tế đều thấy lợi ích của việc hợp nhất ngân hàng và ngân hàng toàn quốc lớn hơn chi phí của nó.

SỰ TÁCH BIỆT CỦA NGÂN HÀNG VÀ CÁC NGÀNH DỊCH VỤ TÀI CHÍNH KHÁC

Cho đến gần đây, một đặc điểm quan trọng trong cấu trúc của ngành ngân hàng ở Hoa Kỳ là sự tách biệt của ngành ngân hàng và các ngành dịch vụ tài chính khác - như chứng khoán, bảo hiểm và bất động sản - theo quy định của Đạo luật Glass-Steagall năm 1933. Glass-Steagall cho phép các ngân hàng thương mại bán các chứng khoán chính phủ phát hành mới nhưng cấm họ bảo lãnh phát hành chứng khoán doanh nghiệp hoặc tham gia vào các hoạt động môi giới. Đạo luật này cũng ngăn cản các ngân hàng tham gia vào các hoạt động bảo hiểm và bất động sản. Đổi lại, nó ngăn cản các ngân hàng đầu tư và các công ty bảo hiểm tham gia vào các hoạt động ngân hàng thương mại và do đó bảo vệ các ngân hàng khỏi sự cạnh tranh.

Sự suy yếu của Glass-Steagall

Bất chấp các lệnh cấm của Glass-Steagall, việc theo đuổi lợi nhuận và đổi mới tài chính đã kích thích cả các ngân hàng và các định chế tài chính khác tìm cách lách qua Đạo luật Glass-Steagall và xâm lấn lãnh thổ truyền thống của nhau. Với sự phát triển của quỹ tương hỗ thị trường tiền tệ và tài khoản quản lý tiền mặt, các công ty môi giới bắt đầu tham gia vào hoạt động kinh doanh truyền thống của ngân hàng là phát hành các công cụ tiền gửi. Sau khi Cục Dự trữ Liên bang sử dụng kẽ hở trong Mục 20 của Đạo luật Glass-Steagall vào năm 1987 để cho phép các công ty sở hữu ngân hàng bảo lãnh các loại chứng khoán trước đó bị cấm, các ngân hàng bắt đầu tham gia hoạt động kinh doanh này. Kẽ hở này cho phép các công ty con của các ngân hàng thương mại được tham gia vào các hoạt động bảo lãnh phát hành miễn là doanh thu không vượt quá mức quy định, bắt đầu ở mức 10% nhưng sau đó được nâng lên 25% tổng doanh thu của các chi nhánh. Sau khi Tòa án Tối cao Hoa Kỳ xác nhận hành động của Fed vào tháng 7 năm 1988, Cục Dự trữ Liên bang cho phép JP Morgan, một công ty sở hữu ngân hàng thương mại, bảo lãnh phát hành chứng khoán nợ doanh nghiệp (vào tháng 1 năm 1989) và bảo lãnh phát hành cổ phiếu (vào tháng 9 năm 1990), và sau đó mở rộng cho các công ty nắm giữ ngân hàng khác. Các cơ quan quản lý cũng cho phép các ngân hàng tham gia vào một số hoạt động bất động sản và bảo hiểm.

Đạo luật Gramm-Leach-Bliley về hiện đại hóa dịch vụ tài chính năm 1999: Bãi bỏ Glass-Steagall

Do những hạn chế đối với hoạt động chứng khoán và bảo hiểm của các ngân hàng thương mại khiến các ngân hàng Mỹ ở thế bất lợi trong cạnh tranh so với các ngân hàng nước ngoài, các dự luật nhằm đảo ngược Glass-Steagall đã xuất hiện trong hầu hết các phiên họp của Quốc hội vào những năm 1990. Với sự hợp nhất vào năm 1998 của Citicorp, ngân hàng lớn thứ hai ở Hoa Kỳ và Travelers Group, một công ty bảo hiểm sở hữu công ty chứng khoán lớn thứ ba trong nước (Salomon Smith Barney), áp lực phải bãi bỏ Glass-Steagall trở nên lớn khủng khiếp. Luật loại bỏ Glass-Steagall cuối cùng đã có hiệu lực vào năm 1999.

Đạo luật này, Đạo luật Gramm-Leach-Bliley về Hiện đại hóa Dịch vụ Tài chính năm 1999, cho phép các công ty chứng khoán và công ty bảo hiểm mua các ngân hàng, đồng thời cho phép các ngân hàng bảo lãnh bảo hiểm và chứng khoán và tham gia vào các hoạt động bất động sản. Theo luật này, các bang giữ quyền quản lý đối với các hoạt động bảo hiểm, trong khi Ủy ban Chứng khoán và Giao dịch tiếp tục giám sát các hoạt động chứng khoán. Văn phòng Kiểm soát Tiền tệ có quyền điều tiết các công ty con của ngân hàng tham gia bảo lãnh phát hành chứng khoán, nhưng Cục Dự trữ Liên bang vẫn tiếp tục có quyền giám sát các công ty sở hữu ngân hàng theo đó tất cả các hoạt động bất động sản, bảo hiểm và các hoạt động chứng khoán lớn sẽ nằm trong tầm bao phủ.

Hàm ý của hợp nhất tài chính

Như chúng ta đã thấy, Đạo luật Riegle-Neal về mở chi nhánh và ngân hàng liên tiểu bang năm 1994 đã kích thích sự hợp nhất của ngành ngân hàng. Quá trình hợp nhất tài chính được đẩy nhanh hơn nữa bởi Đạo luật Gramm-Leach-Bliley năm 1999, bởi vì lúc này cơ hội đang mở ra cho hợp nhất không chỉ về số lượng định chế ngân hàng mà còn với toàn bộ các hoạt động dịch vụ tài chính. Do công nghệ thông tin ngày càng làm gia tăng lợi thế kinh tế theo phạm vi, việc sáp nhập các ngân hàng với các công ty dịch vụ tài chính khác như Citicorp và Travelers ngày càng trở nên phổ biến và nhiều khả năng sẽ tiếp tục có những vụ siêu sáp nhập. Các định chế ngân hàng không chỉ ngày càng trở nên lớn hơn mà còn ngày càng phức tạp, tham gia vào toàn bộ các hoạt động dịch vụ tài chính. Xu thế hướng tới các định chế ngân hàng lớn hơn và phức tạp hơn đã được đẩy nhanh bởi cuộc khủng hoảng tài chính toàn cầu 2007-2009 (xem hộp Đọc thêm, "Cuộc khủng hoảng tài chính toàn cầu và sự sụp đổ của các ngân hàng đầu tư lớn, tự do").

Sự tách biệt ngành ngân hàng và các ngành dịch vụ tài chính khác trên toàn thế giới

Sau thời kỳ Đại Khủng hoảng, không có nhiều quốc gia học theo Hoa Kỳ tách biệt ngành ngân hàng và các ngành dịch vụ tài chính khác. Trên thực tế, trước đây, sự tách biệt này là điểm khác biệt nổi bật nhất giữa quy định ngân hàng ở Hoa Kỳ và các quốc gia khác. Trên thế giới, có ba khuôn khổ cơ bản cho ngành ngân hàng và chứng khoán.

Khuôn khổ đầu tiên là ngân hàng đa năng, tồn tại ở Đức, Hà Lan và Thụy Sĩ. Mô hình này không có sự tách biệt nào giữa ngành ngân hàng và chứng khoán. Trong hệ thống ngân hàng đa năng, các ngân hàng thương mại cung cấp đầy đủ các dịch vụ ngân hàng, chứng khoán, bất động sản và bảo hiểm, tất cả đều nằm trong một pháp nhân duy nhất. Các ngân hàng được phép sở hữu cổ phần vốn chủ sở hữu khá lớn trong các công ty thương mại, và họ thường làm như vậy.

Khuôn khổ thứ hai, *Hệ thống ngân hàng đa năng kiểu Anh*, tồn tại ở Vương quốc Anh và các quốc gia có quan hệ chặt chẽ, chẳng hạn như Canada và Úc, và bây giờ là Hoa Kỳ.

Đọc thêm Cuộc khủng hoảng tài chính toàn cầu và sự sụp đổ của các ngân hàng đầu tư tự do, lớn

Mặc dù động thái hướng tới việc đưa các hoạt động dịch vụ tài chính vào tay các tổ chức ngân hàng lớn hơn, phức tạp hơn là điều không thể tránh khỏi sau sự chấm dứt của Glass-Steagall, không ai ngờ nó diễn ra nhanh chóng như vậy vào năm 2008. Trong khoảng thời gian sáu tháng từ tháng 3 đến tháng 9 năm 2008, tất cả năm ngân hàng đầu tư tự do lớn nhất đều không còn tồn tại ở hình thức cũ. Khi Bear Stearns, ngân hàng đầu tư lớn thứ năm, công bố khoản lỗ lớn từ các khoản đầu tư vào chứng khoán đảm bảo bằng vay thế chấp dưới chuẩn, họ đã phải được Fed cứu trợ vào tháng 3 năm 2008; cái giá mà họ phải trả là buộc phải bán cho JP Morgan với giá chưa đến một phần mười giá trị của chính mình chỉ khoảng một năm trước đó. Việc cứu trợ Bear Stearns cho thấy rõ ràng rằng mạng lưới an toàn của chính phủ đã được mở rộng cho các ngân hàng đầu tư. Sự đánh đổi là các ngân hàng đầu tư sẽ phải chịu nhiều quy định điều tiết hơn, như với các ngân hàng thương mại, trong tương lai.

Tiếp theo là Lehman Brothers, ngân hàng đầu tư lớn thứ tư, tuyên bố phá sản vào ngày 15 tháng 9. Chỉ một ngày trước đó, Merrill Lynch, ngân hàng đầu tư lớn thứ ba, cũng bị lỗ lớn do nắm giữ chứng khoán dưới chuẩn, đã thông báo bán cho Bank of America với giá thấp hơn một nửa so với giá hồi đầu năm. Trong vòng một tuần, Goldman Sachs và Morgan Stanley, các ngân hàng đầu tư lớn thứ nhất và thứ hai, cả hai đều có quy mô tiếp xúc với chứng khoán dưới chuẩn ít hơn, cũng vẫn thấy một điềm báo xấu. Họ hiểu rằng mình sẽ sớm bị quản lý theo cách tương tự và quyết định trở thành công ty mẹ của ngân hàng để họ có thể tiếp cận các khoản tiền gửi được bảo hiểm, một cơ sở tài trợ ổn định hơn.

Đó là sự kết thúc của một kỷ nguyên. Các công ty ngân hàng đầu tư lớn, độc lập giờ đây đã trở thành dĩ vãng.

Ngân hàng đa năng kiểu Anh cũng tham gia vào hoạt động bảo lãnh phát hành chứng khoán, nhưng nó khác với ngân hàng đa năng kiểu Đức ở ba điểm: Các công ty con tách biệt về mặt pháp lý là phổ biến hơn, việc nắm vốn cổ phần ngân hàng của các công ty thương mại ít phổ biến hơn và sự kết hợp giữa ngân hàng và công ty bảo hiểm là ít phổ biến hơn.

Khuôn khổ thứ ba, vận hành ở Nhật Bản, có một số tách biệt về pháp lý của ngành ngân hàng và các ngành dịch vụ tài chính khác. Một điểm khác biệt chính giữa hệ thống ngân hàng Hoa Kỳ và Nhật Bản là các ngân hàng Nhật Bản được phép nắm giữ cổ phần đáng kể trong các công ty thương mại, trong khi các ngân hàng Hoa Kỳ thì không. Ngoài ra, hầu hết các ngân hàng Hoa Kỳ sử dụng cơ cấu công ty mẹ, nhưng các công ty sở hữu ngân hàng là bất hợp pháp ở Nhật Bản. Mặc dù theo luật các ngành ngân hàng và chứng khoán được tách biệt ở Nhật Bản theo Mục 65 của Đạo luật Chứng khoán Nhật Bản, các ngân hàng thương mại ngày càng được phép tham gia vào các hoạt động chứng khoán và giống như các ngân hàng Hoa Kỳ, đang trở nên giống các ngân hàng phổ thông kiểu Anh.

NGÀNH TIẾT KIỆM: ĐIỀU TIẾT VÀ CẤU TRÚC

Không có gì ngạc nhiên khi các quy định điều tiết và cấu trúc của ngành tiết kiệm (hiệp hội tiết kiệm và cho vay, ngân hàng tiết kiệm tương hỗ và liên hiệp tín dụng) gần như tương đồng hoàn toàn với điều tiết và cấu trúc của ngành ngân hàng thương mại.

Hiệp hội tiết kiệm và cho vay

Cũng giống như hệ thống ngân hàng kép của các ngân hàng thương mại, các hiệp hội tiết kiệm và cho vay (S&L) có thể được chính phủ liên bang hoặc các bang cấp phép. Hầu hết các S&L, cho dù được điều hành bởi bang hay liên bang, đều là thành viên của Hệ thống Ngân hàng Cho vay Mua nhà Liên bang (FHLBS- Federal Home Loan Bank System). Được thành lập vào năm 1932, FHLBS được đặt theo tên của Hệ thống Dự trữ Liên bang, gồm 12 ngân hàng Cho vay Mua nhà Liên bang cấp hạt, được giám sát bởi Văn phòng Giám sát Tiết kiệm.

FDIC cung cấp bảo hiểm tiền gửi liên bang lên tới 250.000 đô la cho mỗi tài khoản S&L. Văn phòng Giám sát Tiết kiệm quy định các S&L được bảo hiểm liên bang bằng cách đặt ra các yêu cầu về vốn tối thiểu, yêu cầu báo cáo định kỳ và kiểm tra các S&L. Họ cũng là cơ quan điều hành cho các S&L được cấp phép liên bang và đối với các S&L này, họ phê chuẩn các vụ sáp nhập và đặt ra các quy tắc cho việc mở chi nhánh.

FHLBS, giống như Fed, cho các thành viên của hệ thống vay (FHLBS phát hành trái phiếu để có quỹ tài trợ cho việc cho vay này). Tuy nhiên, trái ngược với các khoản vay chiết khấu của Fed, được kỳ vọng sẽ được hoàn trả nhanh chóng, các khoản vay từ FHLBS thường không cần hoàn trả trong thời gian dài. Ngoài ra, lãi suất tính cho S&L đối với các khoản vay này thường thấp hơn lãi suất mà S&L phải trả khi họ vay trên thị trường mở. Theo cách này, chương trình cho vay FHLBS cung cấp một khoản trợ cấp cho ngành tiết kiệm và cho vay (và ngầm định dành cho bất động sản, vì hầu hết các khoản vay S&L là vay thế chấp mua nhà).

Ngành tiết kiệm và cho vay gặp khó khăn nghiêm trọng trong những năm 1980. Bởi vì tiết kiệm và cho vay hiện tham gia vào nhiều hoạt động giống như các ngân hàng thương mại, nhiều chuyên gia coi sự tồn tại của một hệ thống cấp phép và bộ máy quản lý riêng cho S&L là một chủ nghĩa lỗi thời không còn hợp lý nữa.

Ngân hàng tiết kiệm tương hỗ

Trong số 350 ngân hàng tiết kiệm tương hỗ, có tổ chức tương tự như S&L nhưng đồng sở hữu bởi người gửi tiền, khoảng một nửa là do các bang quản lý. Mặc dù các ngân hàng tiết kiệm tương hỗ chủ yếu được quản lý bởi các bang mà họ đặt trụ sở, nhưng phần lớn các khoản tiền gửi của họ được FDIC bảo hiểm lên đến giới hạn 250.000 đô la cho mỗi tài khoản; các ngân hàng này cũng phải tuân theo nhiều quy định của FDIC đối với các ngân hàng cấp bang. Theo quy định, các ngân hàng tiết kiệm tương hỗ có tiền gửi không được FDIC bảo hiểm thì tiền gửi của họ được bảo hiểm bởi quỹ bảo hiểm bang.

Liên hiệp tín dụng

Liên hiệp tín dụng là các tổ chức cho vay hợp tác nhỏ được tổ chức trong một nhóm cá nhân cụ thể có mối liên kết chung (ví dụ: thành viên công đoàn hoặc nhân viên của một công ty cụ thể). Họ là nhóm định chế tiền gửi duy nhất được miễn thuế và có thể được cả bang hoặc chính phủ liên bang cấp phép; hơn một nửa trong số đó được cấp phép liên bang. Cơ quan Quản lý Liên hiệp tín dụng Quốc gia (NCUA - National Credit Union Administration) cấp phép thành lập cấp liên bang và điều chỉnh các liên hiệp tín dụng cấp liên bang bằng cách đặt ra các yêu cầu về vốn tối thiểu, yêu cầu báo cáo định kỳ và kiểm tra các liên hiệp tín dụng. Bảo hiểm tiền gửi liên bang (lên đến tối đa 250.000 đô la cho mỗi tài khoản) được cung cấp cho cả liên hiệp tín dụng liên bang và liên hiệp tín dụng bang bởi một công ty con của NCUA, Quỹ Bảo hiểm Cổ phần Liên hiệp tín dụng Quốc gia (NCUSIF- National Credit Union Share Insurance Fund). Vì phần lớn các khoản cho vay của liên hiệp tín dụng là cho các khoản vay tiêu dùng có thời gian đáo hạn khá ngắn, các tổ

chức này không gặp những khó khăn về tài chính như các S&L và các ngân hàng tiết kiệm tương hỗ đã gặp phải trong những năm 1980.

Bởi vì các thành viên chia sẻ một mối liên kết chung, các liên hiệp tín dụng thường khá nhỏ; hầu hết có tài sản dưới 10 triệu đô la. Ngoài ra, do mối quan hệ của họ với một ngành hoặc công ty cụ thể nên họ có nhiều khả năng phá sản hơn khi số lượng lớn công nhân trong ngành hoặc công ty đó bị sa thải và gặp khó khăn khi thanh toán khoản vay. Những thay đổi về điều tiết gần đây cho phép các liên hiệp tín dụng riêng lẻ phục vụ cho một nhóm nhân khẩu đa dạng hơn bằng cách giải thích yêu cầu liên kết chung ít nghiêm ngặt hơn, và điều này đã khuyến khích sự mở rộng về quy mô của các liên hiệp tín dụng có thể giúp giảm thiểu nguy cơ phá sản của liên hiệp tín dụng trong tương lai.

HOẠT ĐỘNG NGÂN HÀNG QUỐC TẾ

Năm 1960, chỉ có 8 ngân hàng Hoa Kỳ hoạt động chi nhánh ở nước ngoài, và tổng tài sản của họ dưới 4 tỷ đô la. Hiện nay, khoảng 100 ngân hàng Hoa Kỳ có chi nhánh ở nước ngoài, với tổng tài sản hơn 2,5 nghìn tỷ đô la. Sự tăng trưởng ngoạn mục trong lĩnh vực ngân hàng quốc tế có thể được giải thích bởi ba yếu tố.

Đầu tiên là sự tăng trưởng nhanh chóng trong thương mại quốc tế và các tập đoàn đa quốc gia diễn ra từ năm 1960. Khi các công ty Hoa Kỳ hoạt động ở nước ngoài, họ cần các dịch vụ ngân hàng ở nước ngoài để giúp tài trợ cho thương mại quốc tế. Ví dụ, họ có thể cần một khoản vay bằng ngoại tệ để vận hành một nhà máy ở nước ngoài. Và khi họ bán hàng hóa ra nước ngoài, cần phải có ngân hàng giúp họ đổi ngoại tệ nhận được từ bán hàng sang đồng đô la. Mặc dù các công ty này có thể sử dụng các ngân hàng nước ngoài để cung cấp cho họ các dịch vụ ngân hàng quốc tế này, nhưng nhiều công ty trong số thích kinh doanh với các ngân hàng Hoa Kỳ mà họ đã thiết lập mối quan hệ lâu dài và hiểu rõ phong tục và tập quán kinh doanh của Hoa Kỳ. Khi thương mại quốc tế phát triển, ngân hàng quốc tế cũng phát triển theo.

Thứ hai, các ngân hàng Mỹ đã kiếm được lợi nhuận đáng kể nhờ hoạt động rất tích cực trong lĩnh vực ngân hàng đầu tư toàn cầu, với việc bảo lãnh chứng khoán nước ngoài. Họ cũng bán bảo hiểm ở nước ngoài và thu được lợi nhuận đáng kể từ các hoạt động ngân hàng đầu tư và bảo hiểm này.

Thứ ba, các ngân hàng Mỹ muốn khai thác một lượng lớn tiền gửi bằng đô la ở nước ngoài được gọi là Eurodollar. Để hiểu cấu trúc của ngân hàng Hoa Kỳ ở nước ngoài, trước tiên chúng ta hãy nhìn vào thị trường Eurodollar, một nguồn tăng trưởng quan trọng của hoạt động ngân hàng quốc tế.

Thị trường Eurodollar

Eurodollar được tạo ra khi các khoản tiền gửi trong tài khoản ở Hoa Kỳ được chuyển đến một ngân hàng nước ngoài và được giữ dưới dạng đô la. (Để thảo luận về sự ra đời của Eurodollar, hãy xem hộp Toàn cầu, "Sự ra đời trớ trêu của Thị trường Eurodollar.") Ví dụ: nếu Rolls-Royce PLC gửi vào ngân hàng ở London một tấm séc 1 triệu đô la, được tạo trên tài khoản tại một ngân hàng Mỹ — chỉ định rằng khoản tiền gửi được thanh toán bằng đô la — 1 triệu Eurodollar được tạo ra.[2] Hơn 90% tiền gửi Eurodollar là tiền gửi có kỳ hạn, hơn một nửa trong số đó là chứng chỉ tiền gửi có kỳ hạn từ 30 ngày trở lên. Thị trường Eurodollar rất lớn, hơn 5 nghìn tỷ đô la, khiến nó trở thành một trong những thị trường tài chính quan trọng nhất trong nền kinh tế thế giới.

[2]Lưu ý rằng ngân hàng ở London giữ 1 triệu đô la dưới dạng tiền gửi tại ngân hàng Mỹ, vì vậy việc tạo ra Eurodollar không làm giảm lượng tiền gửi ngân hàng ở Hoa Kỳ.

Toàn cầu Sự ra đời trớ trêu của thị trường Eurodollar

Một trong những điều trớ trêu lớn của chủ nghĩa tư bản là thị trường Eurodollar, một trong những thị trường tài chính quan trọng nhất được các nhà tư bản sử dụng, lại có cha đẻ là Liên Xô. Vào đầu những năm 1950, trong thời kỳ cao điểm của Chiến tranh Lạnh, Liên Xô đã tích lũy được một lượng đáng kể số dư đô la do các ngân hàng ở Hoa Kỳ nắm giữ. Bởi vì người Nga lo sợ rằng chính phủ Hoa Kỳ có thể đóng băng những tài sản này ở Hoa Kỳ, họ muốn chuyển tiền gửi sang châu Âu, để an toàn hơn trước nguy cơ bị tịch thu. (Nỗi sợ hãi này không phải là không có cơ sở - hãy xem việc Hoa Kỳ đóng băng tài sản của Iran vào năm 1979 và đối với tài sản của Iraq vào năm 1990.) Tuy nhiên, họ cũng muốn giữ các khoản tiền gửi bằng đô la để có thể sử dụng chúng trong các giao dịch quốc tế. Giải pháp cho vấn đề là chuyển tiền gửi đến các ngân hàng châu Âu nhưng giữ lại tiền gửi bằng đô la. Khi Liên Xô làm điều này, đồng Eurodollar ra đời.

Tại sao các công ty như Rolls-Royce lại muốn giữ tiền gửi bằng đô la bên ngoài Hoa Kỳ? Thứ nhất, đồng đô la là đồng tiền được sử dụng rộng rãi nhất trong thương mại quốc tế, vì vậy Rolls-Royce có thể muốn giữ tiền gửi bằng đô la để thực hiện các giao dịch quốc tế của mình. Thứ hai, Eurodollar là tiền gửi "*offshore*"* — chúng được giữ ở các quốc gia không áp đặt các quy định như yêu cầu hoặc hạn chế về dự trữ (được gọi là *kiểm soát vốn*) đối với việc gửi tiền ra nước ngoài.[3]

* Từ gốc *offshore* có thể dịch là ngoại biên, là từ được sử dụng theo nguyên thể phổ biến ở Việt Nam, dùng để chỉ việc đẩy hoạt động kinh doanh, đầu tư ra nước ngoài nhằm hưởng lợi về thuế một cách hợp pháp.

Trung tâm chính của thị trường Eurodollar là London, một trung tâm tài chính quốc tế lớn trong hàng trăm năm. Eurodollar cũng được giữ bên ngoài Châu Âu tại các địa điểm cung cấp trạng thái *offshore* cho các khoản tiền gửi này — ví dụ: Singapore, Bahamas và Quần đảo Cayman.

Giao dịch tối thiểu trên thị trường Eurodollar thường là 1 triệu đô la và khoảng 75% tiền gửi Eurodollar được các ngân hàng nắm giữ. Rõ ràng, bạn và tôi không có khả năng tiếp xúc trực tiếp với Eurodollar. Thay vì sử dụng trung gian và vay tất cả tiền gửi từ các ngân hàng nước ngoài, các ngân hàng Hoa Kỳ muốn kiếm lợi nhuận cao hơn bằng cách mở chi nhánh của mình ở nước ngoài để thu hút các khoản tiền gửi này. Do đó, thị trường Eurodollar là một yếu tố kích thích quan trọng đối với hoạt động ngân hàng của Hoa Kỳ ở nước ngoài.

Cấu trúc của ngân hàng Hoa Kỳ ở nước ngoài

Hầu hết các chi nhánh nước ngoài của các ngân hàng Hoa Kỳ đặt ở Mỹ Latinh, Viễn Đông, Caribe và London. Khối lượng tài sản lớn nhất được nắm giữ bởi các chi nhánh ở London, vì đây là một trung tâm tài chính quốc tế lớn và vị trí trung tâm của thị trường Eurodollar. Mỹ Latinh và Viễn Đông có nhiều chi nhánh vì tầm quan trọng của thương mại Hoa Kỳ với các khu vực này. Các khu vực của Caribe (đặc biệt là quần đảo Bahamas và Cayman) đã trở thành cảng tránh thuế quan trọng, với mức thuế tối thiểu và ít quy định hạn chế. Trên thực tế, các chi nhánh ngân hàng ở Bahamas và Quần đảo Cayman chỉ là "vỏ bọc" vì chúng hoạt động chủ yếu như các trung tâm lưu trữ sổ sách và không cung cấp các dịch vụ ngân hàng thông thường.

[3] Mặc dù hầu hết các khoản tiền gửi ở nước ngoài được tính bằng đô la, một số vẫn được định giá bằng các loại tiền khác. Nói chung, các khoản tiền gửi ra nước ngoài này được gọi là Eurocurrency. Ví dụ, một khoản tiền gửi bằng đồng yên Nhật được giữ ở London được gọi là Euroyen.

Một cấu trúc công ty thay thế cho các ngân hàng Hoa Kỳ hoạt động ở nước ngoài là **công ty Edge Act**, một công ty con đặc biệt hoạt động chủ yếu trong lĩnh vực ngân hàng quốc tế. Các ngân hàng Hoa Kỳ (thông qua các công ty mẹ của họ) cũng có thể sở hữu lợi ích kiểm soát trong các ngân hàng nước ngoài và các công ty nước ngoài cung cấp dịch vụ tài chính, chẳng hạn như các công ty tài chính. Các hoạt động quốc tế của các tổ chức ngân hàng Hoa Kỳ được điều chỉnh chủ yếu bởi Quy định K của Cục Dự trữ Liên bang.

Vào cuối năm 1981, Cục Dự trữ Liên bang đã phê duyệt việc thành lập **các cơ sở ngân hàng quốc tế (IBFs- international banking facilities)** ở Hoa Kỳ có thể huy động tiền gửi có kỳ hạn từ người nước ngoài nhưng không phải tuân theo các yêu cầu dự trữ hoặc hạn chế thanh toán lãi suất. Các IBF cũng được phép cho người nước ngoài vay, nhưng không được phép cho người dân trong nước vay. Các bang đã khuyến khích việc thành lập IBF bằng cách miễn thuế bang và địa phương. Về bản chất, các IBF được đối xử như các chi nhánh nước ngoài của các ngân hàng Hoa Kỳ và không phải chịu các quy định và thuế trong nước. Mục đích của việc thành lập IBF là để khuyến khích các ngân hàng Mỹ và nước ngoài kinh doanh ngân hàng nhiều hơn ở Hoa Kỳ thay vì ở nước ngoài. Từ cách nhìn nhận này, IBF khá thành công: Tài sản của họ đã tăng lên gần 200 tỷ đô la trong hai năm đầu tiên và hiện tại vượt quá 1 nghìn tỷ đô la.

Các ngân hàng nước ngoài tại Hoa Kỳ

Sự tăng trưởng của thương mại quốc tế không chỉ khuyến khích các ngân hàng Hoa Kỳ mở văn phòng ở nước ngoài mà còn khuyến khích các ngân hàng nước ngoài thành lập văn phòng tại Hoa Kỳ. Các ngân hàng nước ngoài đã cực kỳ thành công ở Hoa Kỳ. Hiện tại, họ nắm giữ hơn 20% tổng tài sản ngân hàng nội địa của Hoa Kỳ và thực hiện một phần tương tự trong tất cả các khoản cho vay của ngân hàng Hoa Kỳ đối với các công ty Hoa Kỳ.

Các ngân hàng nước ngoài tham gia vào các hoạt động ngân hàng tại Hoa Kỳ bằng cách điều hành một văn phòng đại lý của ngân hàng nước ngoài, một ngân hàng con tại Hoa Kỳ hoặc một chi nhánh của ngân hàng nước ngoài. Văn phòng đại lý có thể cho vay và chuyển quỹ tại Hoa Kỳ, nhưng không thể huy động tiền gửi từ cư dân trong nước. Các văn phòng đại lý có lợi thế là không phải tuân theo các quy định áp dụng cho các văn phòng ngân hàng cung cấp đầy đủ dịch vụ (chẳng hạn như yêu cầu đối với bảo hiểm FDIC). Một ngân hàng con tại Hoa Kỳ cũng giống như bất kỳ ngân hàng nào khác của Hoa Kỳ (thậm chí nó có thể có tên nghe rất Mỹ) và tuân theo các quy định tương tự, nhưng nó thuộc sở hữu của ngân hàng nước ngoài. Chi nhánh của ngân hàng nước ngoài mang tên ngân hàng nước ngoài và thường là văn phòng dịch vụ đầy đủ. Các ngân hàng nước ngoài cũng có thể thành lập các công ty Edge Act và IBF.

Trước năm 1978, các ngân hàng nước ngoài không phải tuân theo nhiều quy định áp dụng cho các ngân hàng trong nước: Ví dụ, họ có thể mở các chi nhánh qua biên giới bang và không phải đáp ứng các yêu cầu về dự trữ. Tuy nhiên, việc thông qua Đạo luật Ngân hàng Quốc tế năm 1978 đã khiến các ngân hàng nước ngoài và ngân hàng trong nước bình đẳng hơn. Các chi nhánh và văn phòng đại lý ở bang khác với dịch vụ hạn chế đã được cấp phép và các ngân hàng nước ngoài được phép giữ lại bất kỳ chi nhánh dịch vụ đầy đủ nào đã mở trước khi đạo luật được thông qua.

Việc quốc tế hóa ngân hàng, cả bởi các ngân hàng Hoa Kỳ ra nước ngoài và các ngân hàng nước ngoài vào Hoa Kỳ, có nghĩa là các thị trường tài chính trên toàn thế giới đã trở nên hội nhập hơn. Do đó, ngày càng có xu hướng phối hợp quốc tế về quy định ngân hàng, một ví dụ trong số đó là Hiệp định Basel, được thảo luận trong Chương 10, được thành lập để tiêu chuẩn hóa các yêu cầu về vốn ngân hàng tối thiểu ở các nước công nghiệp. Hội nhập thị trường tài chính cũng đã khuyến khích sự hợp nhất ngân hàng ở nước ngoài, đỉnh điểm là sự ra đời của ngân hàng nghìn tỷ đô la đầu tiên với sự hợp nhất của các ngân hàng Industrial Bank of Japan, Dai-Ichi Kangyo, và Fuji, vào năm 2002. Một sự phát triển khác

BẢNG 3 Mười ngân hàng lớn nhất thế giới, 2017

Ngân hàng	Tài sản (nghìn tỷ đô la)
1. Industrial and Commercial Bank of China, Trung Quốc	3.62
2. China Construction Bank Corp., Trung Quốc	2.94
3. Agricultural Bank of China, Trung Quốc	2.82
4. Bank of China, Trung Quốc	2.63
5. HSBC Holdings, Vương quốc Anh	2.57
6. JP Morgan Chase & Co., Hoa Kỳ	2.42
7. BNP Paribas, Pháp	2.40
8. Mitsubishi UFJ Financial Group, Nhật Bản	2.32
9. Bank of America, Hoa Kỳ	2.15
10. Credit Agricole Group, Pháp	1.91

Nguồn: Từ Bankrate.com — So sánh lãi suất vay thế chấp, tái tài trợ, bảo hiểm, CD, http://www.bankrate.com/finance/banking/largest-banks-in-the-world-1.aspx.

là tầm quan trọng của ngân hàng nước ngoài trong lĩnh vực ngân hàng quốc tế. Như thể hiện trong Bảng 3, trong năm 2017, tám trong số mười nhóm ngân hàng lớn nhất trên thế giới ở nước ngoài. Tác động của hội nhập thị trường tài chính đối với hoạt động của nền kinh tế của chúng ta được xem xét kỹ hơn trong Chương 18, khi chúng ta thảo luận chi tiết hơn về hệ thống tài chính quốc tế.

TÓM LƯỢC

1. Lịch sử ngân hàng ở Hoa Kỳ đã để lại cho chúng ta một hệ thống ngân hàng kép, với các ngân hàng thương mại do các bang và chính phủ liên bang điều hành. Nhiều cơ quan quản lý các ngân hàng thương mại: Văn phòng Kiểm soát, Cục Dự trữ Liên bang, FDIC và các cơ quan quản lý ngân hàng cấp bang.

2. Sự thay đổi của môi trường kinh tế kích thích các định chế tài chính tìm kiếm các đổi mới tài chính. Thay đổi về điều kiện cầu, đặc biệt là sự gia tăng rủi ro lãi suất; những thay đổi về điều kiện cung, đặc biệt là những cải tiến trong công nghệ thông tin; và mong muốn tránh các quy định điều tiết tốn kém là động lực chính thúc đẩy đổi mới tài chính. Đổi mới tài chính khiến các ngân hàng bị giảm lợi thế chi phí trong việc gọi quỹ và lợi thế thu nhập trên tài sản của họ. Kết quả là sự siết chặt này đã làm ảnh hưởng đến lợi nhuận trong các ngành kinh doanh truyền thống của các ngân hàng và dẫn đến sự suy giảm trong lĩnh vực ngân hàng truyền thống và sự gia tăng của ngân hàng ẩn.

3. Các quy định hạn chế về mở chi nhánh của tiểu bang và Đạo luật McFadden, cấm mở chi nhánh qua biên giới bang, đã dẫn đến một số lượng lớn các ngân hàng thương mại nhỏ. Số lượng lớn các ngân hàng thương mại ở Hoa Kỳ phản ánh quá khứ thiếu cạnh tranh, chứ không phải là do cạnh tranh mạnh mẽ. Các công ty sở hữu ngân hàng và máy ATM là những phản ứng quan trọng đối với các hạn chế mở chi nhánh làm suy yếu hiệu ứng chống cạnh tranh của các hạn chế đó.

4. Kể từ giữa những năm 1980, việc hợp nhất ngân hàng đã diễn ra với tốc độ nhanh chóng. Giai đoạn đầu tiên của quá trình hợp nhất ngân hàng là kết quả của sự phá sản của ngân hàng và việc hạn chế chi nhánh bị giảm hiệu quả. Giai đoạn thứ hai được kích thích bởi tiến bộ công nghệ thông tin và Đạo luật Riegle-Neal về Hiệu

quả Chi nhánh và Ngân hàng Liên bang năm 1994, đạo luật này thiết lập cơ sở cho một hệ thống ngân hàng trên toàn quốc. Một khi quá trình hợp nhất ngân hàng lắng xuống, chúng ta có khả năng chỉ còn lại một hệ thống ngân hàng với vài nghìn ngân hàng. Hầu hết các nhà kinh tế tin rằng lợi ích của việc hợp nhất ngân hàng và ngân hàng toàn quốc sẽ lớn hơn chi phí.

5. Đạo luật Glass-Steagall tách ngân hàng thương mại ra khỏi ngành chứng khoán. Tuy nhiên, đạo luật vào năm 1999 đã bãi bỏ Đạo luật Glass-Steagall, xóa bỏ sự tách biệt của các ngành này.

6. Điều tiết và cấu trúc của ngành tiết kiệm (hiệp hội tiết kiệm và cho vay, ngân hàng tiết kiệm tương hỗ và liên hiệp tín dụng) tương đồng chặt chẽ với điều tiết và cấu trúc của ngành ngân hàng thương mại. Hiệp hội tiết kiệm và cho vay chủ yếu do Văn phòng Giám sát Tiết kiệm quản lý, và bảo hiểm tiền gửi do FDIC quản lý. Các ngân hàng tiết kiệm tương hỗ do các tiểu bang cấp phép, và bảo hiểm tiền gửi liên bang do FDIC cung cấp. Các liên hiệp tín dụng được quản lý bởi Cơ quan Quản lý Liên hiệp tín dụng Quốc gia, và bảo hiểm tiền gửi được cung cấp bởi Quỹ Bảo hiểm Cổ phần Liên hiệp tín dụng Quốc gia.

7. Với tốc độ phát triển nhanh chóng của thương mại thế giới kể từ năm 1960, hoạt động ngân hàng quốc tế đã phát triển vượt bậc. Các ngân hàng Hoa Kỳ tham gia vào các hoạt động ngân hàng quốc tế bằng cách mở chi nhánh ở nước ngoài, sở hữu quyền lợi kiểm soát trong các ngân hàng nước ngoài, thành lập các công ty Edge Act và vận hành các cơ sở ngân hàng quốc tế (IBF) đặt tại Hoa Kỳ. Các ngân hàng nước ngoài hoạt động tại Hoa Kỳ bằng cách sở hữu một ngân hàng con tại Hoa Kỳ hoặc bằng cách điều hành các chi nhánh hoặc văn phòng đại lý tại Hoa Kỳ.

THUẬT NGỮ QUAN TRỌNG

máy rút tiền tự động (ATM), 242
công ty sở hữu ngân hàng, 239
chi nhánh, 242
ngân hàng trung ương, 237
ngân hàng cộng đồng, 255
trần lãi suất huy động, 245
phi trung gian hóa, 245
hệ thống ngân hàng kép, 238
lợi thế kinh tế theo phạm vi, 254
công ty Edge Act, 262
phái sinh tài chính, 240
kỹ thuật tài chính, 239
hợp đồng tương lai, 240
phòng vệ, 240
các cơ sở ngân hàng quốc tế (IBF), 262
ngân hàng quốc gia, 238
khởi tạo để phân phối, 244
chứng khoán hóa, 243
hệ thống ngân hàng ẩn, 239
ngân hàng bang, 238
thế chấp dưới chuẩn, 244
các ngân hàng siêu khu vực, 254
tài khoản quét, 246
ngân hàng ảo, 242

CÂU HỎI

Tất cả các câu hỏi đều có trong **MyLab Economics** tại www.pearson.com/mylab/economics.

1. Bạn nghĩ rằng trước khi có Đạo luật Ngân hàng Quốc gia năm 1863, các điều kiện hiện tại trong ngành ngân hàng lúc đó đã thúc đẩy hay cản trở thương mại giữa các tiểu bang ở Hoa Kỳ?
2. Tại sao Hoa Kỳ hoạt động theo hệ thống ngân hàng kép?
3. Trước cuộc khủng hoảng tài chính 2007-2009 gần đây, bạn nghĩ rằng bức tường lửa được tạo ra bởi Đạo luật Glass-Steagall năm 1933 giữa ngân hàng thương mại và ngành chứng khoán là một điều tốt hay không tốt?
4. Cơ quan quản lý nào có trách nhiệm chính trong việc giám sát các loại hình ngân hàng thương mại sau đây?

a. Ngân hàng quốc gia

b. Các công ty sở hữu ngân hàng

c. Các ngân hàng bang không là thành viên của Cục Dự trữ Liên bang

d. Các ngân hàng bang là thành viên của Cục Dự trữ Liên bang

e. Các hiệp hội tiết kiệm và cho vay cấp liên bang

f. Liên hiệp tín dụng cấp liên bang

5. Sự xuất hiện của rủi ro lãi suất giúp giải thích sự đổi mới tài chính như thế nào?
6. Tại sao công nghệ mới khiến việc thực thi các giới hạn đối với mở chi nhánh ngân hàng trở nên khó khăn hơn?
7. "Việc phát minh ra máy tính là yếu tố chính đằng sau sự suy giảm của ngành ngân hàng." Tuyên bố này đúng, sai hay không chắc chắn? Giải thích câu trả lời của bạn.
8. "Nếu lạm phát đã không tăng trong những năm 1960 và 1970, thì ngành ngân hàng ngày nay có thể mạnh khỏe hơn." Tuyên bố này đúng, sai hay không chắc chắn? Giải thích câu trả lời của bạn.
9. Tài khoản quét và quỹ tương hỗ thị trường tiền tệ cho phép các ngân hàng tránh các yêu cầu dự trữ như thế nào?
10. Việc loại bỏ các yêu cầu về dự trữ trong tương lai, như ủng hộ của một số nhà kinh tế, sẽ có những ảnh hưởng gì đến quy mô của các quỹ tương hỗ thị trường tiền tệ?
11. Tại sao việc "khai thác lỗ hổng" lại rất phổ biến trong ngành ngân hàng ở Hoa Kỳ?
12. Tại sao trong những năm gần đây, các ngân hàng mất lợi thế về chi phí trong việc gây quỹ?
13. Tại sao các ngân hàng mất lợi thế thu nhập trên tài sản trong những năm gần đây?
14. "Ngành ngân hàng thương mại ở Canada kém cạnh tranh hơn ngành ngân hàng thương mại ở Hoa Kỳ vì ở Canada chỉ có một số ngân hàng lớn thống trị ngành, trong khi ở Hoa Kỳ có khoảng 6.000 ngân hàng". Tuyên bố này đúng, sai hay không chắc chắn? Giải thích câu trả lời của bạn.
15. Tại sao tỷ lệ các ngân hàng thương mại có tài sản dưới 25 triệu USD cao hơn so với các ngân hàng tiết kiệm và cho vay và các ngân hàng tiết kiệm tương hỗ?
16. Không giống như các ngân hàng thương mại, các ngân hàng tiết kiệm và cho vay, và các ngân hàng tiết kiệm tương hỗ, các liên hiệp tín dụng không có những hạn chế trong việc thành lập các chi nhánh ở các bang khác. Vậy tại sao các liên hiệp tín dụng thường nhỏ hơn các định chế tiền gửi khác?
17. Tại sao số lượng các công ty sở hữu ngân hàng tăng mạnh?
18. Với vai trò của người khởi tạo trong quá trình chứng khoán hóa vay thế chấp được mô tả trong quyển sách này, bạn có nghĩ rằng người khởi tạo khoản vay sẽ lo lắng về khả năng đáp ứng các khoản thanh toán thế chấp hàng tháng của của một hộ gia đình?
19. Các lực lượng cạnh tranh dẫn đến việc bãi bỏ Đạo luật Glass-Steagall tách biệt ngành ngân hàng và chứng khoán như thế nào?
20. Ảnh hưởng của Đạo luật Gramm-Leach-Bliley đối với hợp nhất tài chính là gì?
21. Yếu tố nào giải thích cho tốc độ phát triển nhanh chóng của ngân hàng quốc tế?
22. Các cơ quan quản lý đã tạo ra những động lực nào để khuyến khích hoạt động ngân hàng quốc tế? Tại sao họ đã làm điều này?
23. Làm thế nào mà việc Fed phê duyệt các cơ sở ngân hàng quốc tế (IBF) vào năm 1981 lại khiến việc làm trong ngành ngân hàng ở châu Âu giảm xuống?
24. Nếu ngân hàng mà bạn giữ tài khoản séc của mình thuộc sở hữu của người nước ngoài, bạn có lo lắng rằng tiền gửi của mình kém an toàn hơn so với ngân hàng do người Mỹ sở hữu không?
25. Tại sao trong mười ngân hàng lớn nhất thế giới chỉ có hai ngân hàng Hoa Kỳ?

BÀI TẬP PHÂN TÍCH DỮ LIỆU

Các bài tập được cập nhật bằng dữ liệu thời gian thực trong **MyLab Economics** và có thể dùng để thực hành hoặc để làm bài tập lớn.

1. Truy cập cơ sở dữ liệu FRED của Cục Dự trữ Liên bang St. Louis và tìm dữ liệu về lãi suất trung bình vay thế chấp lãi suất cố định 30 năm (MORTGAGE30US) và lãi suất vay thế chấp lãi suất điều chỉnh 5/1 năm (MORTGAGE5US).

   a. Dữ liệu cho lãi suất vay thế chấp cho tuần gần đây nhất là bao nhiêu?

   b. Sử dụng dữ liệu của tuần gần đây nhất, nếu khoản thanh toán gốc cho mỗi tháng là 2.000 đô la, thì khoản thanh toán lãi mỗi tháng (sử dụng lãi suất đơn) cho mỗi loại vay thế chấp sẽ là bao nhiêu?

   c. Trong khoảng thời gian một năm, sự khác biệt về tiền trả lãi giữa hai loại vay thế chấp sẽ là bao nhiêu?

2. Truy cập cơ sở dữ liệu FRED của Cục Dự trữ Liên bang St. Louis và tìm dữ liệu về mức tài sản của quỹ tương hỗ trên thị trường tiền tệ (MMMFFAQ027S). Tải dữ liệu xuống bảng tính.

a. Khi nào tài sản bắt đầu gia nhập vào quỹ tương hỗ thị trường tiền tệ? Tổng giá trị tài sản của các quỹ tương hỗ thị trường tiền tệ vào cuối năm 1970 là bao nhiêu?

b. Xét giai đoạn mỗi thập kỷ, hãy tính tổng phần trăm thay đổi của tài sản từ đầu thập kỷ đến cuối thập kỷ: Quý 1 năm 1980 - Quý 1 năm 1990; Quý 1 năm 1990 - Quý 1 năm 2000; Quý 1 năm 2000 - Quý 1 năm 2010. Đối với giai đoạn mỗi thập kỷ, hãy chia tổng phần trăm thay đổi cho 10 để có được phần trăm tăng trung bình hàng năm. Các quỹ tương hỗ thị trường tiền tệ có mức tăng trưởng trung bình hàng năm lớn nhất trong thập kỷ nào?

c. Tính tỷ lệ tăng trưởng của quý gần đây nhất từ dữ liệu có sẵn với cùng quý đó một năm trước. Tỷ lệ tăng trưởng này như thế nào so với tốc độ tăng trưởng trung bình hàng năm cao nhất trong các thập kỷ ở phần (b)?

BÀI TẬP WEB

1. Truy cập http://www2.fdic.gov/hsob/index.asp. Chọn "Commercial Banks", rồi chọn "Number of Institutions, Branches, and Total Offices." Nếu nhìn vào xu hướng số lượng chi nhánh ngân hàng, liệu công chúng hiện nay có ít nhiều tiếp cận với các tiện ích ngân hàng? Có bao nhiêu ngân hàng vào năm 1934, và bao nhiêu ngân hàng bây giờ? Dữ liệu này có chỉ ra rằng xu hướng hợp nhất đang tiếp tục không?
2. Bất chấp các quy định bảo vệ ngân hàng, một số ngân hàng vẫn phá sản. Truy cập https://www5.fdic.gov/hsob/SelectRpt.asp?EntryTyp = 30. Chọn tab có nhãn "Bank Failures. Failures and Assistance Transactions. " Có bao nhiêu vụ phá sản ngân hàng xảy ra ở Hoa Kỳ trong năm dương lịch gần đây nhất? Tổng tài sản mà các ngân hàng phá sản nắm giữ là bao nhiêu? Có bao nhiêu ngân hàng phá sản trong năm 1937?

TRANG WEB THAM KHẢO

http://www.fdic.gov/bank/

FDIC thu thập dữ liệu về các định chế tài chính riêng lẻ và ngành ngân hàng.

http://www2.fdic.gov/hsob/index.asp

Truy cập trang web này để thu thập số liệu quá khứ thống kê về ngành ngân hàng.

12 Các cuộc Khủng hoảng Tài chính

Mục tiêu học tập

- Định nghĩa thuật ngữ *khủng hoảng tài chính.*
- Xác định các đặc điểm chính của ba giai đoạn của khủng hoảng tài chính.
- Nêu nguyên nhân và hậu quả của cuộc khủng hoảng tài chính toàn cầu 2007–2009.
- Tóm tắt những thay đổi trong các quy định tài chính để đối phó với cuộc khủng hoảng tài chính toàn cầu 2007-2009.
- Xác định các khoảng trống trong quy định tài chính hiện hành và cách giải quyết những khoảng trống đó bằng những thay đổi quy định trong tương lai.

Giới thiệu

Khủng hoảng tài chính là sự gián đoạn lớn trên thị trường tài chính với đặc điểm là giá tài sản giảm mạnh và các công ty phá sản. Bắt đầu từ tháng 8 năm 2007, các vụ vỡ nợ (của những người đi vay có hồ sơ tín dụng yếu) trên thị trường vay thế chấp dưới chuẩn đã khiến thị trường tài chính lao đao, dẫn đến cuộc khủng hoảng tài chính tồi tệ nhất kể từ Đại khủng hoảng. Trong phiên điều trần trước quốc hội, Alan Greenspan, cựu chủ tịch Fed, đã mô tả cuộc khủng hoảng tài chính là "cơn sóng thần tín dụng chỉ có một lần trong thế kỷ". Các công ty Phố Wall và các ngân hàng thương mại bị thiệt hại hàng trăm tỷ đô la. Các hộ gia đình và doanh nghiệp phải trả lãi suất vay cao hơn - và tiếp cận tín dụng khó khăn hơn nhiều. Trên khắp thế giới, thị trường chứng khoán sụp đổ, và thị trường Mỹ giảm hơn 50% so với mức đỉnh. Nhiều công ty trong lĩnh vực tài chính, bao gồm các ngân hàng thương mại, ngân hàng đầu tư và công ty bảo hiểm cùng sụp đổ. Suy thoái bắt đầu vào tháng 12 năm 2007 và đến mùa thu năm 2008, nền kinh tế kiệt sức. Kết thúc vào tháng 6 năm 2009, đó là cuộc suy thoái nghiêm trọng nhất kể từ Thế chiến thứ hai và hiện được gọi là "Đại Suy thoái".

Tại sao cuộc khủng hoảng tài chính này lại xảy ra? Tại sao trong suốt lịch sử Hoa Kỳ, cũng như ở rất nhiều quốc gia khác các cuộc khủng hoảng tài chính lại phổ biến, và chúng giúp ta hiểu biết sâu hơn tới mức nào về cuộc khủng hoảng gần đây nhất? Tại sao khủng hoảng tài chính hầu như luôn luôn kéo theo sự suy giảm nghiêm trọng của hoạt động kinh tế, như những gì đã xảy ra trong cuộc Đại Suy thoái? Chúng ta sẽ tìm câu trả lời cho những câu hỏi đó trong chương này bằng một khung lý thuyết để hiểu cơ chế của các cuộc khủng hoảng tài chính. Dựa trên Chương 8, chúng ta sử dụng lý thuyết người đại diện, là phân tích kinh tế về tác động của thông tin bất cân xứng (lựa chọn bất lợi và rủi ro đạo đức) trên thị trường tài chính, để xem tại sao khủng hoảng tài chính xảy ra và tại sao chúng lại có tác động tàn phá tới vậy đối với nền kinh tế. Sau đó, chúng ta áp dụng phân tích này để giải thích diễn biến của các sự kiện dẫn đến một số cuộc khủng hoảng tài chính trong quá khứ, bao gồm cả cuộc khủng hoảng tài chính toàn cầu gần đây nhất.[1]

KHỦNG HOẢNG TÀI CHÍNH LÀ GÌ?

Trong Chương 8, chúng ta đã thấy rằng một hệ thống tài chính hoạt động tốt sẽ giải quyết được các vấn đề thông tin bất cân xứng (rủi ro đạo đức và lựa chọn bất lợi) để vốn được phân bổ cho các mục đích sử dụng hiệu quả nhất. Các vấn đề thông tin bất cân xứng này,

[1]Chương bổ sung, "Khủng hoảng tài chính ở các nền kinh tế mới nổi", có tại www.pearson.com/mylab/economics, mở rộng phân tích về các cuộc khủng hoảng tài chính ở các nền kinh tế thị trường mới nổi, các nền kinh tế đang trong giai đoạn đầu phát triển thị trường, ngay trước đó đã mở cửa đón nhận luồng hàng hóa, dịch vụ và vốn từ phần còn lại của thế giới.

đóng vai trò như một rào cản đối với việc phân bổ vốn hiệu quả, thường được các nhà kinh tế mô tả là **những ma sát tài chính**. Khi ma sát tài chính gia tăng, thị trường tài chính khó có thể chuyển quỹ một cách hiệu quả từ những người tiết kiệm đến các hộ gia đình và các công ty có cơ hội đầu tư hiệu quả, dẫn đến kết quả là hoạt động kinh tế giảm sút. Một cuộc **khủng hoảng tài chính** xảy ra khi luồng thông tin trong thị trường tài chính gặp phải một sự gián đoạn đặc biệt lớn, làm cho ma sát tài chính tăng mạnh và thị trường tài chính tê liệt. Sau đó hoạt động kinh tế sụp đổ.

CƠ CHẾ CỦA KHỦNG HOẢNG TÀI CHÍNH

Dù cho gây chấn động mạnh và thu hút dư luận, cuộc khủng hoảng tài chính gần đây nhất chỉ là một trong số rất nhiều cuộc khủng hoảng tài chính đã ảnh hưởng đến các nước công nghiệp phát triển như Hoa Kỳ trong những năm qua. Những kinh nghiệm này đã giúp các nhà kinh tế có những hiểu biết sâu sắc về tình trạng hỗn loạn kinh tế đương đại.

Các cuộc khủng hoảng tài chính ở các nền kinh tế tiên tiến diễn ra theo hai và đôi khi ba giai đoạn. Để hiểu những cuộc khủng hoảng này đã diễn ra như thế nào, hãy tham khảo Hình 1, xâu chuỗi các giai đoạn và sự kiện trong các cuộc khủng hoảng tài chính ở các nền kinh tế tiên tiến.

Giai đoạn một: Giai đoạn bắt đầu

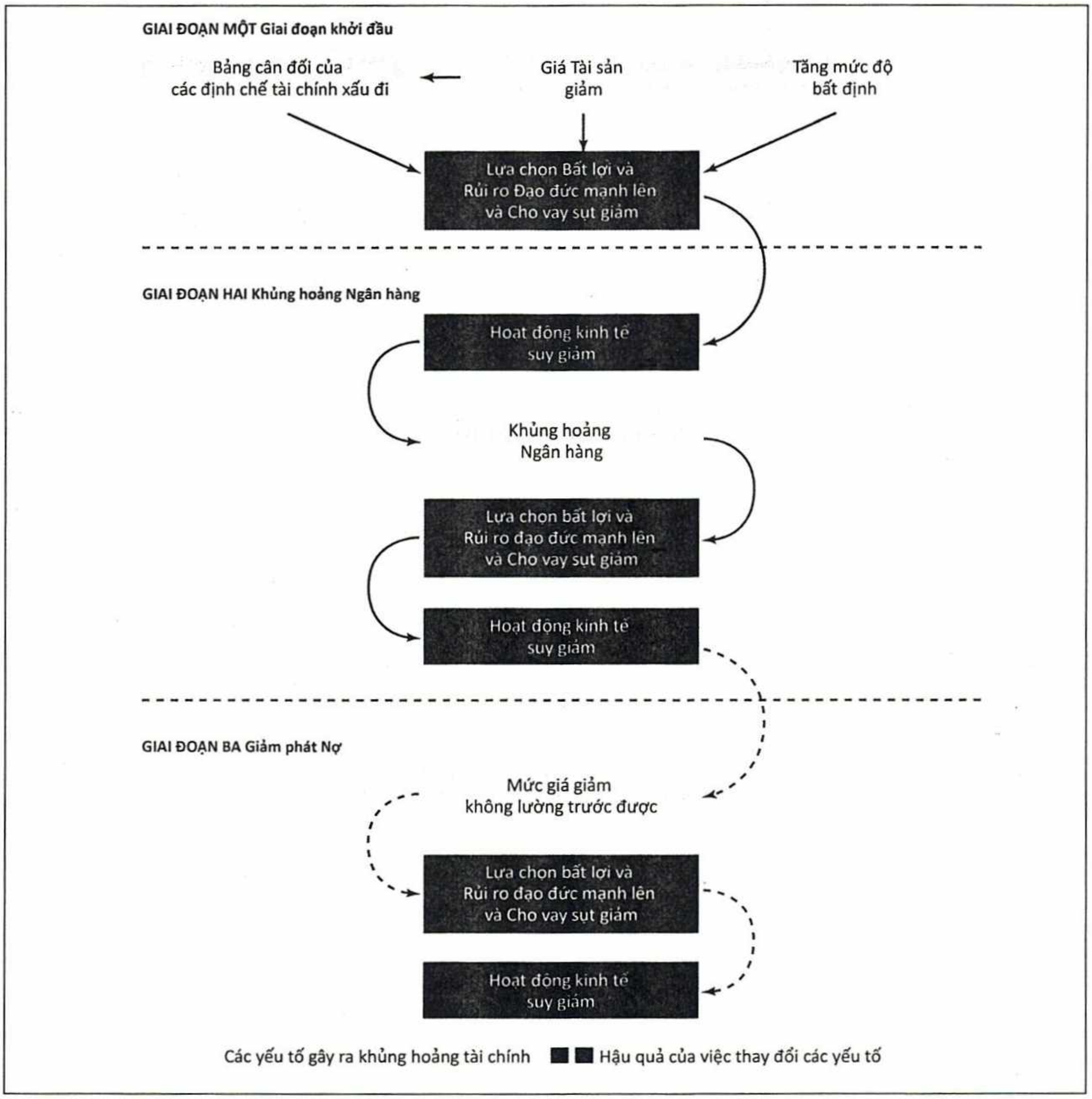
Các cuộc khủng hoảng tài chính có thể bắt đầu theo hai cách: bùng và nổ tín dụng, hoặc sự gia tăng tính bất định nói chung do sự phá sản của các định chế tài chính lớn.

Bùng và nổ tín dụng Hạt giống của một cuộc khủng hoảng tài chính thường được gieo khi một nền kinh tế xuất hiện các loại hình tín dụng hoặc các sản phẩm tài chính mới khác, được gọi là **đổi mới tài chính**, hoặc khi các quốc gia tham gia vào **tự do hóa tài chính**, loại bỏ các hạn chế đối với thị trường và định chế tài chính. Về lâu dài, tự do hóa tài chính thúc đẩy phát triển tài chính và khuyến khích một hệ thống tài chính vận hành tốt, phân bổ vốn hiệu quả. Tuy nhiên, tự do hóa tài chính có mặt tối của nó: Trong ngắn hạn, nó có thể thúc đẩy các định chế tài chính liên tục cho vay, được gọi là **bùng nổ tín dụng**. Vấn đề là, người cho vay có thể không có kiến thức chuyên môn hoặc động lực để quản lý rủi ro một cách thích hợp trong các ngành kinh doanh mới này. Ngay cả khi có sự quản lý thích hợp, bùng nổ tín dụng cuối cùng cũng vượt xa khả năng của các định chế — và các cơ quan quản lý chính phủ — trong việc sàng lọc và giám sát rủi ro tín dụng, dẫn đến việc cho vay quá rủi ro.

Như chúng ta đã tìm hiểu trong Chương 10, các mạng lưới an toàn của chính phủ, chẳng hạn như bảo hiểm tiền gửi, làm suy yếu kỷ luật thị trường và tăng động cơ rủi ro đạo đức khiến các ngân hàng hấp thụ nhiều rủi ro hơn so với bình thường. Bởi vì những người cho vay - tiết kiệm biết rằng với bảo hiểm tiền gửi mình sẽ được bảo vệ khỏi những tổn thất, họ sẽ cung cấp quỹ một cách thoải mái cho các ngân hàng. Nếu không có sự giám sát thích hợp, việc hấp thụ rủi ro sẽ gia tăng không kiểm soát.

Cuối cùng, các khoản lỗ từ cho vay bắt đầu xuất hiện và giá trị của các khoản cho vay (ở phía tài sản của bảng cân đối kế toán) giảm tương đối so với nợ phải trả, do đó làm giảm giá trị ròng (vốn) của các ngân hàng và các định chế tài chính khác. Vốn còn lại ít hơn, các định chế tài chính này cắt giảm cho vay đối với những người chi tiêu - đi vay, một quá trình được gọi là **hạ đòn bẩy**. Hơn nữa, với ít vốn hơn, các ngân hàng và các định chế tài chính khác trở nên rủi ro hơn, khiến người cho vay - tiết kiệm và những người cho vay tiềm năng khác rút quỹ ra. Quỹ còn lại ít hơn có nghĩa là có ít khoản vay hơn để tài trợ cho

MyLab Economics Bài giảng Mini



HÌNH 1 Chuỗi sự kiện trong khủng hoảng tài chính ở các nền kinh tế tiên tiến

Các mũi tên nét liền xâu chuỗi các sự kiện trong một cuộc khủng hoảng tài chính điển hình; các mũi tên nét đứt cho thấy một loạt các sự kiện bổ sung xảy ra nếu cuộc khủng hoảng phát triển thành giảm phát nợ. Các phần được phân tách bằng các đường ngang đứt nét cho thấy các giai đoạn khác nhau của một cuộc khủng hoảng tài chính.

các khoản đầu tư hiệu quả và tín dụng bị đóng băng: Bùng nổ tín dụng biến thành đổ vỡ tín dụng.

Khi các định chế tài chính ngừng thu thập thông tin và cho vay, ma sát tài chính gia tăng, hạn chế khả năng của hệ thống tài chính trong việc giải quyết các vấn đề lựa chọn bất

lợi và rủi ro đạo đức (thể hiện trong mũi tên chỉ ra từ yếu tố đầu tiên, "Bảng cân đối của các định chế tài chính xấu đi" ở hàng trên cùng của Hình 1). Khi các khoản vay trở nên khan hiếm, người đi vay - chi tiêu không còn khả năng tài trợ cho các cơ hội đầu tư hiệu quả và họ cắt giảm chi tiêu, khiến hoạt động kinh tế bị thu hẹp.

Bùng và nổ giá tài sản Giá của các tài sản như cổ phiếu và bất động sản có thể bị tâm lý nhà đầu tư đẩy lên cao hơn nhiều so với **các giá trị kinh tế cơ bản** của chúng (được Alan Greenspan gọi là "sự phóng đại phi lý" khi ông là chủ tịch Cục Dự trữ Liên bang), là giá trị dựa trên kỳ vọng hợp lý về dòng thu nhập trong tương lai của tài sản. Việc giá tài sản tăng lên cao hơn các giá trị kinh tế cơ bản của chúng gọi là **bong bóng giá tài sản**. Ví dụ về bong bóng giá tài sản là bong bóng thị trường chứng khoán công nghệ vào cuối những năm 1990 và bong bóng giá nhà đất gần đây, mà chúng ta sẽ thảo luận sau trong chương này. Bong bóng giá tài sản cũng thường được gây ra bởi sự bùng nổ tín dụng, khi lượng lớn tín dụng gia tăng được sử dụng để tài trợ cho việc mua tài sản, do đó làm tăng giá của chúng.

Khi bong bóng vỡ và giá tài sản quay về với các giá trị kinh tế cơ bản, giá cổ phiếu và bất động sản giảm, giá trị ròng của các công ty (chênh lệch giữa tài sản và nợ của họ) giảm và giá trị tài sản thế chấp mà các công ty này có thể cam kết giảm xuống. Giờ đây, những công ty này có ít thứ để mất hơn vì họ có ít "*skin in the game*" hơn, và do đó, họ có nhiều khả năng thực hiện các khoản đầu tư rủi ro hơn vì họ còn ít thứ để mất hơn, đó là rủi ro đạo đức. Do đó, các định chế tài chính thắt chặt các tiêu chuẩn cho vay đối với những người đi vay – chi tiêu và cho vay sụt giảm (thể hiện bằng mũi tên chỉ xuống từ nhân tố thứ hai, "Giá Tài sản giảm", ở hàng trên cùng của Hình 1).

Việc bong bóng giá tài sản vỡ cũng gây ra sự sụt giảm giá trị tài sản của các định chế tài chính, do đó làm giảm giá trị tài sản ròng và làm xấu đi bảng cân đối kế toán của các định chế (thể hiện bằng mũi tên từ yếu tố thứ hai đến yếu tố đầu tiên trong hàng trên cùng của Hình 1), khiến họ phải hạ đòn bẩy, báo hiệu sự suy giảm trong hoạt động kinh tế.

Gia tăng độ bất định Các cuộc khủng hoảng tài chính ở Hoa Kỳ thường bắt đầu trong những giai đoạn có độ bất định cao, chẳng hạn như ngay sau khi bắt đầu một cuộc suy thoái, sự sụp đổ của thị trường chứng khoán hoặc sự phá sản của một định chế tài chính lớn. Các cuộc khủng hoảng bắt đầu sau sự phá sản của Ohio Life Insurance and Trust Company vào năm 1857; Jay Cooke and Company vào năm 1873; Grant and Ward năm 1884; Knickerbocker Trust Company năm 1907; Bank of the United States năm 1930; và Bear Stearns, Lehman Brothers, và AIG năm 2008. Khi độ bất định cao thông tin trở nên ít ỏi, ma sát tài chính gia tăng, làm giảm hoạt động cho vay và kinh tế (thể hiện qua mũi tên chỉ từ nhân tố cuối cùng, "Tăng mức độ bất định" ở hàng trên cùng của Hình 1).

Giai đoạn hai: Khủng hoảng ngân hàng

Sự suy giảm bảng cân đối và điều kiện kinh doanh khó khăn hơn dẫn đến việc một số định chế tài chính rơi vào tình trạng mất khả năng thanh toán, điều này xảy ra khi giá trị ròng của họ trở thành số âm. Không thể trả hết cho những người gửi tiền hoặc các chủ nợ khác, một số ngân hàng ngừng hoạt động kinh doanh. Nếu đủ nghiêm trọng, những yếu tố này có thể dẫn đến tình trạng hoảng loạn ngân hàng khiến nhiều ngân hàng đồng loạt phá sản. Nguồn gốc của sự lây lan này là thông tin không cân xứng. Trong tâm lý hoang mang, người gửi tiền lo sợ cho sự an toàn của tiền gửi của mình (trong trường hợp không có bảo hiểm hoặc bảo hiểm tiền gửi có số tiền hạn chế) và không biết chất

lượng danh mục cho vay của ngân hàng, rút tiền gửi đến mức ngân hàng phá sản. Sự bất định về sức khỏe của hệ thống ngân hàng nói chung có thể dẫn đến hoảng loạn ở cả các ngân hàng tốt và xấu, điều này buộc các ngân hàng phải nhanh chóng bán bớt tài sản để huy động lượng quỹ cần thiết. Những vụ **bán tháo** tài sản này có thể khiến giá của chúng giảm đến mức nhiều ngân hàng mất khả năng thanh toán và hậu quả là sự lây lan có thể dẫn đến nhiều vụ phá sản ngân hàng và tạo ra hoảng loạn ngân hàng toàn diện.

Khi còn ít ngân hàng hoạt động hơn, thông tin về mức độ tín nhiệm của người đi vay và người chi tiêu không còn nữa. Các vấn đề về lựa chọn bất lợi và rủi ro đạo đức ngày càng nghiêm trọng trên thị trường tài chính làm sâu sắc thêm cuộc khủng hoảng tài chính trong một nền kinh tế đang rơi vào tình trạng thiếu quỹ cho các cơ hội đầu tư hiệu quả, gây ra sự sụt giảm giá tài sản và sự phá sản của các công ty. Hình 1 thể hiện sự tiến triển này trong giai đoạn hai. Khủng hoảng ngân hàng là đặc điểm chung của tất cả các cuộc khủng hoảng tài chính của Hoa Kỳ trong thế kỷ 19 và 20, xảy ra cứ sau 20 năm hoặc lâu hơn cho đến Thế chiến II — 1819, 1837, 1857, 1873, 1884, 1893, 1907 và 1930–1933. (Việc thành lập năm 1933 của bảo hiểm tiền gửi liên bang, bảo vệ người gửi tiền khỏi bị tổn thất, đã ngăn chặn các vụ hoảng loạn ngân hàng tiếp theo ở Hoa Kỳ.)

Cuối cùng, các cơ quan quản lý công và tư đóng cửa các công ty mất khả năng thanh toán và bán hoặc thanh lý chúng. Sự bất định trên thị trường tài chính giảm, thị trường cổ phiếu phục hồi và tình hình các doanh nghiệp được cải thiện. Ma sát tài chính giảm bớt và khủng hoảng tài chính cũng giảm nhẹ. Việc thị trường tài chính có thể hoạt động tốt trở lại là tiền đề cho sự phục hồi kinh tế.

Giai đoạn ba: Giảm phát nợ

Tuy nhiên, nếu suy thoái kinh tế dẫn đến mức giá giảm mạnh, quá trình phục hồi có thể bị ngắt mạch. Trong giai đoạn ba của Hình 1, **giảm phát nợ** xảy ra khi mức giá giảm đáng kể không lường trước được dẫn đến giá trị ròng của các công ty suy giảm hơn nữa do gánh nặng nợ tăng lên.

Ở các nền kinh tế có lạm phát vừa phải, như ở hầu hết các nước tiên tiến, hợp đồng nợ lãi suất cố định thường có thời gian đáo hạn khá dài, từ 10 năm trở lên. Bởi vì các khoản thanh toán nợ danh nghĩa được cố định theo hợp đồng, sự sụt giảm không lường trước được trong mức giá sẽ làm tăng giá trị thực tế khoản nợ của các công ty và các hộ gia đình (làm tăng gánh nặng nợ) nhưng không làm tăng giá trị thực của tài sản của họ. Do đó, giá trị ròng thực của người đi vay (chênh lệch giữa tài sản và nợ phải trả theo giá trị thực) giảm xuống.

Để hiểu rõ hơn về sự sụt giảm giá trị ròng này xảy ra như thế nào, hãy xem điều gì sẽ xảy ra nếu một công ty vào năm 2019 có tài sản là 100 triệu đô la (tính theo giá trị năm 2019) và 90 triệu đô la nợ dài hạn, như vậy có giá trị ròng (sự khác biệt giữa giá trị của tài sản và nợ phải trả) là 10 triệu đô la. Nếu mức giá giảm 10% vào năm 2020, giá trị thực của khoản nợ phải trả sẽ tăng lên 99 triệu đô la trong năm 2019, trong khi giá trị thực của tài sản sẽ không thay đổi là 100 triệu đô la. Kết quả là giá trị ròng thực tế tính theo giá trị năm 2019 sẽ giảm từ 10 triệu đô la xuống 1 triệu đô la (100 triệu đô la trừ đi 99 triệu đô la).

Sự sụt giảm đáng kể giá trị ròng thực tế của người đi vay do mức giá giảm mạnh tạo ra sự gia tăng lựa chọn bất lợi và các vấn đề rủi ro đạo đức đối với người cho vay. Hoạt động cho vay và kinh tế suy giảm trong một thời gian dài. Cuộc khủng hoảng tài chính quan trọng nhất thể hiện tình trạng giảm phát nợ là cuộc Đại khủng hoảng, cuộc suy thoái kinh tế tồi tệ nhất trong lịch sử Hoa Kỳ.

ỨNG DỤNG

Đại khủng hoảng: "Hình mẫu" của mọi cuộc khủng hoảng tài chính

Với khuôn khổ hiểu biết về các cuộc khủng hoảng tài chính đã có, ta có đủ công cụ để phân tích cách thức một cuộc khủng hoảng tài chính diễn ra trong Đại khủng hoảng và cách nó dẫn đến cuộc suy thoái kinh tế tồi tệ nhất trong lịch sử Hoa Kỳ.

Sự sụp đổ thị trường chứng khoán

Năm 1928 và 1929, giá cổ phiếu của Hoa Kỳ tăng gấp đôi. Các quan chức Cục Dự trữ Liên bang coi sự bùng nổ của thị trường chứng khoán là do đầu cơ quá mức. Để kiềm chế, họ theo đuổi chính sách thắt chặt tiền tệ để nâng lãi suất nhằm hạn chế sự gia tăng giá cổ phiếu. Fed đã nhận về nhiều hơn những gì họ muốn khi thị trường chứng khoán sụp đổ vào tháng 10 năm 1929, giảm 40% vào cuối năm 1929, như thể hiện trong Hình 2.

Hoảng loạn ngân hàng

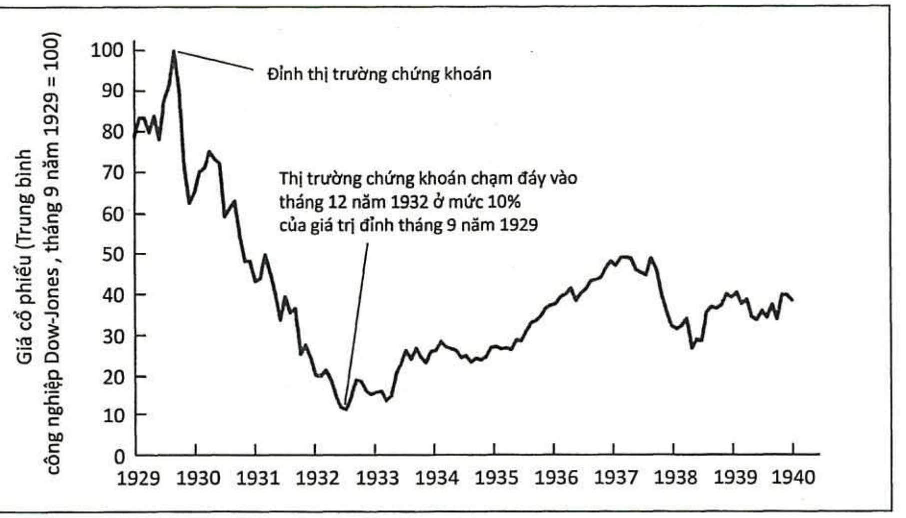
Đến giữa năm 1930, cổ phiếu đã phục hồi gần một nửa phần lỗ trước đó và thị trường tín dụng đã bình ổn định trở lại. Tuy nhiên, một cuộc suy thoái đáng lẽ chỉ bình thường đã trở nên tồi tệ hơn rất nhiều, khi hạn hán nghiêm trọng ở Trung Tây đã dẫn đến sản lượng nông nghiệp sụt giảm nghiêm trọng, khiến nông dân không thể trả các khoản vay ngân hàng của họ. Các khoản vỡ nợ vay thế chấp nông trại đã khiến các ngân hàng ở vùng nông nghiệp bị lỗ lớn. Sự yếu kém nói chung của nền kinh tế và của các ngân hàng ở các vùng nông nghiệp nói riêng đã thúc đẩy lượng tiền rút ra đáng kể từ các ngân hàng, dẫn đến tình trạng hoảng loạn toàn diện vào tháng 11 và tháng 12 năm 1930, và thị trường cổ phiếu giảm mạnh. Trong hơn hai năm, Fed giữ thái độ ngoài cuộc từ cơn hoảng loạn ngân hàng này đến cơn hoảng loạn ngân hàng khác, suốt quãng thời gian hoảng loạn dồn dập nghiêm trọng nhất trong lịch sử Hoa Kỳ. Sau cơn hoảng loạn cuối cùng của kỷ nguyên vào tháng 3

HÌNH 2

Giá cổ phiếu trong thời kỳ Đại khủng hoảng

Giá cổ phiếu sụt giảm vào năm 1929, giảm 40% vào cuối năm 1929, và sau đó tiếp tục giảm xuống chỉ còn 10% giá trị đỉnh cao vào năm 1932.

Nguồn: Cơ sở dữ liệu FRED của Ngân hàng Dự trữ Liên bang St. Louis: https://fred.stlouisfed.org/series/M1109AUSM293NNBR.



năm 1933, Tổng thống Franklin Delano Roosevelt ban bố một ngày nghỉ ngân hàng, tạm thời đóng cửa tất cả các ngân hàng. "Điều duy nhất chúng ta phải sợ là chính nỗi sợ hãi," Roosevelt nói với người dân cả nước. Tuy nhiên, thiệt hại đã xảy ra và hơn một phần ba các ngân hàng thương mại Hoa Kỳ đã phá sản.

Giá cổ phiếu tiếp tục giảm

Giá cổ phiếu liên tục giảm. Vào giữa năm 1932, cổ phiếu đã giảm xuống còn 10% mức đỉnh năm 1929 (như trong Hình 2), và sự gia tăng mức độ bất định do các điều kiện kinh doanh bất ổn tạo ra bởi sự suy thoái kinh tế làm trầm trọng thêm lựa chọn bất lợi và các vấn đề rủi ro đạo đức trong thị trường tài chính. Với việc giảm đáng kể số lượng trung gian tài chính còn hoạt động, các vấn đề lựa chọn bất lợi và rủi ro đạo đức ngày càng gia tăng. Các thị trường tài chính gặp khó khăn trong việc chuyển quỹ cho người đi vay có các cơ hội đầu tư hiệu quả. Lượng dư nợ cho vay thương mại giảm một nửa từ năm 1929 đến năm 1933, và chi tiêu đầu tư giảm xuống, giảm 90% so với mức năm 1929.

Một biểu hiện của sự gia tăng ma sát tài chính là các bên cho vay bắt đầu tính lãi suất cao hơn nhiều cho các doanh nghiệp để bảo vệ mình khỏi thua lỗ tín dụng. Kết quả là **chênh lệch tín dụng**— chênh lệch giữa lãi suất cho vay hộ gia đình và doanh nghiệp và lãi suất của các tài sản phi rủi ro tuyệt đối an toàn, chẳng hạn như chứng khoán Kho bạc Hoa Kỳ, phải tăng lên — như trong Hình 3, hiển thị chênh lệch giữa lãi suất trái phiếu công ty có xếp hạng tín dụng Baa (chất lượng trung bình) và lãi suất trái phiếu kho bạc có kỳ hạn tương tự. (Bạn lưu ý rằng mức chênh lệch tín dụng có liên quan chặt chẽ đến phần bù rủi ro được thảo luận trong Chương 6.)

Giảm phát nợ

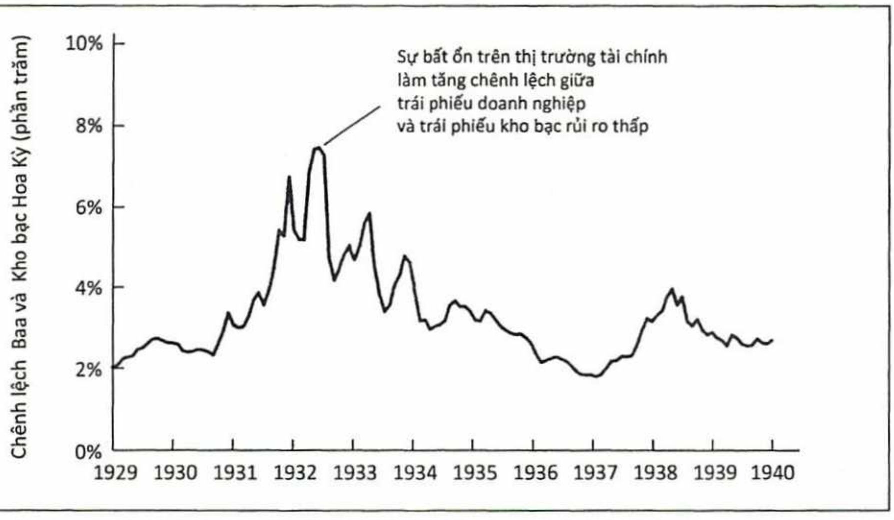
Tình trạng giảm phát diễn ra cùng với sự suy giảm hoạt động kinh tế cuối cùng đã làm mức giá giảm 25%. Giảm phát này đã ngắt mạch quá trình phục hồi bình thường xảy ra trong hầu hết các cuộc suy thoái. Sự sụt giảm mạnh về giá đã gây ra tình trạng giảm phát nợ, khi giá trị ròng thực tế giảm xuống do gánh nặng nợ nần ngày càng tăng của các công ty và hộ gia đình.

HÌNH 3

Chênh lệch tín dụng trong thời kỳ Đại khủng hoảng

Chênh lệch tín dụng (chênh lệch giữa lãi suất trái phiếu công ty Baa và trái phiếu kho bạc Hoa Kỳ) tăng mạnh trong thời kỳ Đại khủng hoảng.

Nguồn: Cơ sở dữ liệu của Ngân hàng Dự trữ Liên bang St. Louis FRED: https://fred.stlouisfed.org/series/M1109AUSM293NNBR.



Sự sụt giảm giá trị ròng và cùng với nó là sự gia tăng các vấn đề lựa chọn bất lợi và rủi ro đạo đức trên thị trường tín dụng đã dẫn đến sự suy giảm kinh tế kéo dài, với tỷ lệ thất nghiệp lên tới 25% lực lượng lao động. Đại khủng hoảng là cuộc khủng hoảng tài chính tồi tệ nhất từng trải qua ở Hoa Kỳ, điều này giải thích tại sao sự suy thoái kinh tế lúc đó cũng là tình trạng tệ nhất mà quốc gia này từng trải qua.

Tác động quốc tế

Mặc dù cuộc Đại khủng hoảng bắt đầu ở Hoa Kỳ, nhưng nó không chỉ dừng lại ở Hoa Kỳ. Hoảng loạn ngân hàng ở Hoa Kỳ cũng lan sang phần còn lại của thế giới, và sự suy yếu của nền kinh tế Hoa Kỳ làm giảm mạnh cầu đối với hàng hóa nước ngoài. Suy thoái trên toàn thế giới đã gây ra khó khăn lớn, với hàng triệu triệu người không có việc làm, và kết quả là sự bất mãn dẫn đến sự trỗi dậy của chủ nghĩa phát xít và Thế chiến thứ hai. Hậu quả của thời kỳ Đại khủng hoảng là rất thảm khốc. •

KHỦNG HOẢNG TÀI CHÍNH TOÀN CẦU 2007-2009

Trong nhiều năm, hầu hết các nhà kinh tế học đều nghĩ rằng những cuộc khủng hoảng tài chính như xảy ra trong thời kỳ Đại khủng hoảng đã là dĩ vãng đối với các nước tiên tiến như Hoa Kỳ. Rất tiếc, cuộc khủng hoảng tài chính nhấn chìm thế giới vào năm 2007–2009 đã chứng minh rằng họ sai.

Nguyên nhân của cuộc khủng hoảng tài chính 2007-2009

Chúng ta bắt đầu xem xét cuộc khủng hoảng tài chính 2007-2009 bằng cách xem xét ba yếu tố trung tâm: đổi mới tài chính trong thị trường vay thế chấp, vấn đề người đại diện trong thị trường vay thế chấp và vai trò của thông tin bất cân xứng trong quá trình xếp hạng tín dụng.

Đổi mới tài chính trong thị trường vay thế chấp Như chúng ta đã thấy trong Chương 11, từ đầu những năm 2000, những tiến bộ công nghệ thông tin đã giúp việc chứng khoán hóa các khoản vay thế chấp dưới chuẩn trở nên dễ dàng hơn, dẫn đến sự bùng nổ chứng khoán được đảm bảo bằng vay thế chấp dưới chuẩn. Đổi mới tài chính không dừng lại ở đó. Kỹ thuật tài chính, sự phát triển của các công cụ tài chính mới, tinh vi, dẫn đến các **sản phẩm tín dụng cấu trúc thanh toán** các dòng thu nhập từ tập hợp các tài sản cơ sở được thiết kế với các đặc điểm rủi ro đặc thù để thu hút các nhà đầu tư có sở thích khác nhau. Nổi tiếng nhất trong số các sản phẩm này là nghĩa vụ nợ thế chấp (CDO) (được thảo luận trong hộp Đọc thêm, "Nghĩa vụ nợ thế chấp").

Vấn đề người đại diện trong thị trường vay thế chấp Các công ty môi giới thế chấp khởi tạo các khoản vay thế chấp thường không thực sự nỗ lực để đánh giá liệu người vay có thể trả hết khoản vay thế chấp hay không, vì họ dự định nhanh chóng bán (phân phối) các khoản vay cho các nhà đầu tư dưới hình thức chứng khoán đảm bảo bằng vay thế chấp. Mô hình kinh doanh khởi tạo để phân phối này đã bộc lộ ra vấn đề người sở hữu – người đại diện được thảo luận trong Chương 8, trong đó các nhà môi giới vay thế chấp đóng vai trò là đại diện cho các nhà đầu tư (bên sở hữu) nhưng không phục vụ lợi ích tốt nhất của nhà đầu tư. Một khi người môi giới vay thế chấp đã kiếm được phí của mình, tại sao anh ta phải quan tâm xem người vay có an toàn hay không? Nhà môi giới tạo ra càng nhiều khoản vay, thì càng kiếm được nhiều tiền.

Đọc thêm Nghĩa vụ nợ thế chấp (CDO)

Việc tạo ra một nghĩa vụ nợ thế chấp được thực hiện bởi một pháp nhân được gọi là *công ty chuyên biệt (SPV- special purpose vehicle)*, chuyên mua một tập hợp các tài sản như trái phiếu công ty và các khoản vay, trái phiếu bất động sản thương mại và chứng khoán được bảo đảm bằng thế chấp. Sau đó, SPV tách các luồng thanh toán (dòng tiền) từ các tài sản này thành một số nhóm được gọi là *các phân đoạn*. Các phân đoạn được xếp hạng cao nhất, gọi là *các phân đoạn siêu cao cấp*, là những phân đoạn được thanh toán đầu tiên và do đó có ít rủi ro nhất. CDO siêu cao cấp là một trái phiếu thanh toán các dòng tiền của phân đoạn siêu cao cấp cho các nhà đầu tư và vì nó có ít rủi ro nhất nên nó cũng có lãi suất thấp nhất. Dòng tiền tiếp theo, được gọi là *phân đoạn cao cấp*, được thanh toán tiếp theo; CDO cao cấp có nhiều rủi ro hơn một chút và trả lãi suất cao hơn. Phân đoạn tiếp theo của các dòng thanh toán, *phân đoạn trung cấp** của CDO, được thanh toán sau các phân đoạn siêu cao cấp và cao cấp, và do đó nó chịu nhiều rủi ro hơn và có lãi suất cao hơn. Phân đoạn thấp nhất của CDO là phân đoạn vốn chủ sở hữu; đây là tập hợp các dòng tiền đầu tiên không được thanh toán nếu các tài sản cơ sở bị vỡ nợ và ngừng thanh toán. Phân đoạn này có rủi ro cao nhất và thường không được giao dịch.

Nếu bạn đang thấy tất cả những điều này nghe có vẻ phức tạp, thì đúng là nó phức tạp thật. Các phân nhánh còn bao gồm CDO^2 và CDO^3 phân nhỏ rủi ro hơn nữa, chi trả các dòng tiền từ CDO sang CDO^2 và từ CDO^2 sang CDO^3. Mặc dù kỹ thuật tài chính mang lại lợi ích tiềm năng là tạo ra các sản phẩm và dịch vụ phù hợp với sở thích rủi ro của các nhà đầu tư, nhưng nó cũng có mặt xấu. Các sản phẩm cấu trúc như CDO, CDO^2 và CDO^3 có thể trở nên phức tạp đến mức khó định giá dòng tiền của các tài sản cơ sở để bảo đảm hoặc xác định ai thực sự sở hữu những tài sản này. Vào tháng 10 năm 2007, Ben Bernanke, khi đó là chủ tịch của Cục Dự trữ Liên bang, đã nói đùa rằng ông "muốn biết những thứ chết tiệt đó có giá bao nhiêu". Nói cách khác, sự phức tạp ngày càng tăng của các sản phẩm cấu trúc thực sự có thể làm giảm lượng thông tin trên thị trường tài chính, do đó làm xấu đi thông tin bất cân xứng trong hệ thống tài chính và làm tăng mức độ nghiêm trọng của các vấn đề lựa chọn bất lợi và rủi ro đạo đức.

* Từ gốc *mezzanine* nghĩa là gác lửng. Ở đây người dịch dùng từ trung cấp để thống nhất với bối cảnh.

Không có gì ngạc nhiên khi lựa chọn bất lợi trở thành một vấn đề nghiêm trọng. Các nhà đầu tư bất động sản ưa rủi ro sẵn sàng đi vay để mua nhà - thứ tài sản sẽ sinh lời rất cao nếu giá nhà đất tăng, và họ biết rằng họ có thể "bỏ đi" nếu giá nhà đất giảm. Vấn đề người sở hữu–người đại diện cũng tạo ra động lực cho các công ty môi giới vay thế chấp khuyến khích các hộ gia đình thực hiện các khoản vay thế chấp mà họ không có khả năng chi trả hoặc lừa đảo bằng cách làm sai lệch thông tin trong đơn xin vay thế chấp của người vay để họ đủ điều kiện vay. Vấn đề còn là quy định lỏng lẻo với người khởi tạo, họ không bị yêu cầu tiết lộ thông tin cho người đi vay để giúp họ đánh giá liệu họ có đủ khả năng chi trả các khoản vay hay không.

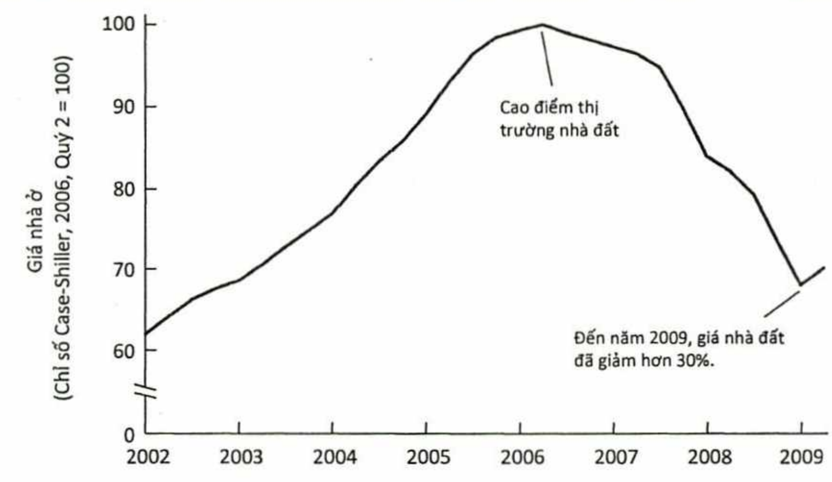
Vấn đề người đại diện chưa dừng lại ở đó. Các ngân hàng thương mại và ngân hàng đầu tư, kiếm được khoản phí lớn bằng cách bảo lãnh phát hành chứng khoán đảm bảo bằng vay thế chấp và các sản phẩm tín dụng cấu trúc như CDO, cũng không có đủ động lực để đảm bảo rằng những người nắm giữ chứng khoán cuối cùng sẽ được thanh toán. **Các công cụ tài chính phái sinh**, với các khoản thanh toán có liên quan đến (tức là có nguồn gốc từ) các chứng khoán đã phát hành trước đó, cũng là một nguồn quan trọng dẫn đến hấp thụ rủi ro quá mức. Các khoản phí lớn từ việc tạo ra một loại hợp đồng bảo hiểm tài chính được gọi là **hoán đổi vỡ nợ tín dụng**, một công cụ phái sinh tài chính cung cấp các khoản thanh toán cho người nắm giữ trái phiếu nếu họ vỡ nợ, cũng khiến các đơn vị công ty bảo hiểm như AIG tạo ra những hợp đồng rủi ro có trị giá hàng trăm tỷ đô la.

Thông tin bất cân xứng và Cơ quan Xếp hạng tín dụng Các cơ quan xếp hạng tín dụng, những người đánh giá chất lượng của chứng khoán nợ dựa trên khả năng vỡ nợ, là một yếu tố khác góp phần vào thông tin bất cân xứng trên thị trường tài chính. Các cơ quan xếp hạng vừa tư vấn cho khách hàng về cách cấu trúc các công cụ tài chính phức tạp, như CDO, đồng thời họ lại xếp hạng chính các sản phẩm này. Do đó, các cơ quan xếp hạng phải chịu xung đột lợi ích vì khoản phí lớn mà họ kiếm được từ việc tư vấn cho khách hàng về cách cấu trúc sản phẩm mà chính họ đang xếp hạng có nghĩa là họ không có đủ động lực để đảm bảo xếp hạng của họ là chính xác. Kết quả là xếp hạng tăng cao quá mức khiến các sản phẩm tài chính phức tạp được bán ra có rủi ro cao hơn nhiều so với mức các nhà đầu tư nghĩ.

Ảnh hưởng của cuộc khủng hoảng tài chính 2007-2009

Người tiêu dùng và các doanh nghiệp cũng phải gánh chịu hậu quả của cuộc khủng hoảng tài chính 2007-2009. Tác động của cuộc khủng hoảng thể hiện rõ nhất trong năm lĩnh vực chính: thị trường nhà ở dân cư của Hoa Kỳ, bảng cân đối kế toán của các định chế tài chính, hệ thống ngân hàng ẩn, thị trường tài chính toàn cầu và sự phá sản của các công ty lớn trong ngành tài chính.

Giá của nhà ở dân cư: Bùng và Nổ Thị trường vay thế chấp dưới chuẩn cất cánh sau khi suy thoái kết thúc vào năm 2001. Đến năm 2007, nó đã trở thành thị trường tỷ đô. Sự phát triển của thị trường vay thế chấp dưới chuẩn được các nhà kinh tế cũng như các chính trị gia khuyến khích vì nó làm "phổ cập tín dụng" và giúp nâng tỷ lệ sở hữu nhà ở Mỹ lên mức cao nhất trong lịch sử. Sự bùng nổ giá tài sản trong thị trường nhà ở (xem Hình 4), diễn ra sau khi cuộc suy thoái 2000–2001 kết thúc, cũng giúp kích thích sự tăng trưởng



HÌNH 4 Giá nhà ở và Khủng hoảng tài chính 2007-2009

Giá nhà đất bùng nổ từ năm 2002 đến năm 2006, thúc đẩy thị trường cho vay thế chấp dưới chuẩn và hình thành bong bóng giá tài sản. Giá nhà ở bắt đầu giảm vào năm 2006, sau đó giảm hơn 30%, dẫn đến những vụ vỡ nợ của những người có thế chấp dưới chuẩn.

Nguồn: Chỉ số Giá Nhà Tổng hợp Quốc gia Hoa Kỳ Case-Shiller từ cơ sở dữ liệu FRED của Ngân hàng Dự trữ Liên bang St. Louis: https://fred.stlouisfed.org/series/SPCS20RSA.

Bên trong Fed Liệu có nên đổ lỗi cho Fed về trường hợp bong bóng giá nhà đất?

Một số nhà kinh tế - nổi bật nhất là John Taylor của Đại học Stanford - đã lập luận rằng chính sách lãi suất thấp của Cục Dự trữ Liên bang trong giai đoạn 2003-2006 gây ra bong bóng giá nhà đất.* Taylor lập luận rằng lãi suất quỹ liên bang thấp dẫn đến lãi suất vay thế chấp thấp, kích thích nhu cầu nhà ở và khuyến khích phát hành các khoản vay thế chấp dưới chuẩn, cả hai đều dẫn đến giá nhà đất tăng và làm xuất hiện bong bóng.

Trong một bài phát biểu vào tháng 1 năm 2010, Chủ tịch Cục Dự trữ Liên bang khi đó là Ben Bernanke đã phản bác lại lập luận này.† Ông kết luận rằng chính sách tiền tệ không phải là nguyên nhân gây ra bong bóng giá nhà đất. Theo ông, đầu tiên là lãi suất quỹ liên bang không hề quá thấp trong giai đoạn 2003-2006. Thay vào đó, thủ phạm là sự gia tăng các sản phẩm vay thế chấp mới làm giảm các khoản thanh toán, nới lỏng các tiêu chuẩn cho vay đã lôi kéo nhiều người mua hơn vào thị trường nhà ở, và dòng vốn vào từ các quốc gia như Trung Quốc và Ấn Độ. Bài phát biểu của Bernanke đã gây rất nhiều tranh cãi, và cuộc tranh luận về việc liệu chính sách tiền tệ có phải là nguyên nhân gây ra bong bóng giá nhà đất vẫn tiếp tục cho đến ngày nay.

*John Taylor, "Housing and Monetary Policy," in Federal Reserve Bank of Kansas City, Housing, Housing Finance and Monetary Policy (Kansas City: Federal Reserve Bank of Kansas City, 2007), 463–476.

†Ben S. Bernanke, "Monetary Policy and the Housing Bubble," speech given at the annual meeting of the American Economic Association, Atlanta, Georgia, January 3, 2010; http://www.federalreserve.gov/newsevents/speech/bernanke20100103a.htm.

của thị trường vay thế chấp dưới chuẩn. Giá nhà ở cao có nghĩa là những người vay dưới chuẩn có thể tái tài trợ cho ngôi nhà của họ với những khoản vay lớn hơn nữa khi ngôi nhà của họ được nâng cao giá trị. Khi giá nhà đất tăng, những người vay dưới chuẩn cũng khó vỡ nợ vì họ luôn có thể bán nhà để trả khoản vay, khiến các nhà đầu tư hài lòng vì chứng khoán được hỗ trợ bởi dòng tiền từ các khoản vay thế chấp dưới chuẩn có lợi nhuận cao. Đến lượt nó, sự tăng trưởng của thị trường vay thế chấp dưới chuẩn đã làm tăng nhu cầu về nhà ở và do đó thúc đẩy sự bùng nổ giá nhà đất, dẫn đến bong bóng giá nhà ở.

Kích thích bổ sung cho thị trường nhà ở đang tăng mạnh đến từ lãi suất thấp đối với các khoản vay thế chấp nhà ở, đây là kết quả của một số tác động khác nhau. Đầu tiên là dòng vốn khổng lồ vào Hoa Kỳ từ các nước như Trung Quốc và Ấn Độ. Thứ hai là việc quốc hội khuyến khích Fannie Mae và Freddie Mac mua hàng nghìn tỷ đô la chứng khoán được đảm bảo bằng vay thế chấp.[2] Thứ ba là chính sách tiền tệ của Cục Dự trữ Liên bang giúp dễ dàng hạ lãi suất. Chi phí thấp tài trợ cho việc mua nhà, là kết quả của các tác nhân này, tiếp tục kích thích nhu cầu về nhà ở, đẩy giá nhà đất lên cao. (Một vấn đề gây tranh cãi gay gắt là liệu Cục Dự trữ Liên bang có phải là nguyên nhân gây ra bong bóng giá nhà đất hay không, và điều này sẽ được thảo luận trong ô Bên trong Fed.)

Khi giá nhà đất tăng và khả năng sinh lợi của những người khởi tạo và cho vay thế chấp tăng cao, các tiêu chuẩn bảo lãnh phát hành cho các khoản vay thế chấp dưới chuẩn ngày càng giảm xuống. Những người vay rủi ro cao có thể vay được các khoản vay thế chấp, và số tiền thế chấp so với giá trị của ngôi nhà, tỷ lệ cho vay trên giá trị (LTV - Loan To Value ratio), tăng lên. Những người đi vay thường có thể nhận được các khoản vay thế chấp ghép*, thứ hai và thứ ba trên khoản vay thế chấp 80% giá trị ban đầu của họ để họ hầu như không phải bỏ tiền của mình**. Khi giá tài sản tăng quá xa so với các giá trị nền tảng — trong trường hợp nhà ở, chi

* Từ gốc *piggyback mortgage* còn gọi là khoản vay 80/10/10 là khoản vay thế chấp trong đó 80% tài trợ bằng khoản thế chấp chính, 10% từ khoản vay piggyback, và 10% là từ vốn tự có (*downpayment*).

** Theo quy định, nếu người nào vay thế chấp với tỷ lệ đi vay lớn hơn 80% thì sẽ phải mua bảo hiểm vay thế chấp tư nhân PMI, bằng vào việc cung cấp các khoản vay thế chấp thứ 2, thứ 3, ... khoản vay thế chấp chính của người mua nhà luôn giữ ở mức 80% để tránh PMI. Cần lưu ý các khoản vay thế chấp sau có lãi suất cao hơn nhiều.

[2] Để thảo luận về vai trò của chính phủ trong việc khuyến khích sự bùng nổ nhà ở, dẫn đến sự sụp đổ sau đó của thị trường nhà ở, đọc Thomas Sowell, The Housing Boom and Bust, Revised Edition (New York, Basic Books, 2010).

phí mua nhà so với chi phí thuê nhà hoặc giá nhà so với thu nhập trung bình của hộ gia đình — thì chúng sẽ phải giảm xuống. Cuối cùng, bong bóng giá nhà đất đã vỡ. Với việc giá nhà đất giảm sau đỉnh điểm vào năm 2006 (xem Hình 4), sự mục rỗng trong hệ thống tài chính bắt đầu bộc lộ. Giá nhà đất sụt giảm khiến nhiều khoản vay thế chấp dưới chuẩn ở mức "dưới mặt nước" - nghĩa là giá trị của căn nhà thấp hơn số tiền thế chấp. Khi điều này xảy ra, những chủ nhà đang gặp khó khăn có thừa động lực để từ bỏ ngôi nhà và chỉ cần trả lại chìa khóa cho người cho vay. Vỡ nợ vay thế chấp tăng mạnh, cuối cùng dẫn đến việc hàng triệu khoản vay thế chấp bị tịch thu.

Sự suy giảm bảng cân đối của các định chế tài chính Sự sụt giảm giá nhà ở Mỹ dẫn đến gia tăng vỡ nợ các khoản vay thế chấp. Kết quả là, giá trị của chứng khoán đảm bảo bằng thế chấp và CDO giảm xuống, khiến các ngân hàng và các định chế tài chính khác nắm giữ những chứng khoán đó có giá trị ròng thấp hơn. Khi bảng cân đối kế toán suy yếu, các ngân hàng này và các định chế tài chính khác bắt đầu hạ đòn bẩy, bán bớt tài sản và hạn chế cung cấp tín dụng cho cả hộ gia đình và doanh nghiệp. Khi không có ai khác có thể làm việc thu thập thông tin và cho vay, suy giảm tín dụng ngân hàng đồng nghĩa với việc ma sát tài chính gia tăng trên thị trường tài chính.

Tháo chạy trên Hệ thống ngân hàng ẩn Sự sụt giảm mạnh giá trị của các khoản vay thế chấp và các tài sản tài chính khác đã gây ra một cuộc hoảng loạn trên hệ thống ngân hàng ẩn, bao gồm các quỹ đầu cơ, ngân hàng đầu tư và các định chế tài chính phi tiền gửi khác, vốn không được quản lý chặt chẽ như các ngân hàng. Quỹ từ các ngân hàng ẩn chảy qua hệ thống tài chính và trong nhiều năm đã hỗ trợ việc phát hành các khoản vay thế chấp lãi suất thấp và cho vay mua ô tô.

Các chứng khoán này được tài trợ chủ yếu bằng **các hợp đồng mua lại (repo)**, là những khoản vay ngắn hạn, sử dụng các tài sản như chứng khoán đảm bảo bằng vay thế chấp làm tài sản thế chấp. Mối lo ngại ngày càng tăng về chất lượng của bảng cân đối kế toán của một định chế tài chính khiến các định chế cho vay yêu cầu số lượng tài sản thế chấp lớn hơn, được gọi là **mức bù thế chấp**. Ví dụ: nếu một người đi vay thực hiện một khoản vay 100 triệu đô la trong một thỏa thuận repo, thì người đi vay có thể phải sử dụng 105 triệu đô la chứng khoán được đảm bảo bằng thế chấp làm tài sản thế chấp, với mức bù thế chấp là 5%.

Vỡ nợ vay thế chấp gia tăng khiến giá trị của các chứng khoán được đảm bảo bằng thế chấp giảm xuống, sau đó dẫn đến sự gia tăng trong mức bù thế chấp. Khi bắt đầu cuộc khủng hoảng, mức bù thế chấp gần bằng 0, nhưng cuối cùng chúng đã tăng lên gần 50%.[3] Kết quả là với cùng một số tài sản thế chấp các định chế tài chính chỉ có thể vay một nửa giá trị. Do đó, để tăng quỹ, các định chế tài chính đã phải bán tháo tài sản. Chính vì để bán tài sản nhanh đòi hỏi phải hạ giá, nên bán tháo đã dẫn đến sự sụt giảm thêm giá trị tài sản của các định chế tài chính. Sự sụt giảm này đã làm giảm giá trị của tài sản thế chấp hơn nữa, gây ra nhiều khó khăn và do đó buộc các định chế tài chính phải tranh giành nhiều hơn nữa để có tính thanh khoản. Kết quả tương tự như sự tháo chạy tiền gửi trên hệ thống ngân hàng xảy ra trong cuộc Đại khủng hoảng, gây ra tình trạng hạ đòn bẩy quy mô lớn dẫn đến hạn chế cho vay và suy giảm hoạt động kinh tế.

Sự sụt giảm giá tài sản trên thị trường chứng khoán (giảm hơn 50% từ tháng 10 năm 2007 đến tháng 3 năm 2009, như trong Hình 5) và giá nhà ở giảm hơn 30% (trong Hình 4), cùng với bán tháo do hoảng loạn trên hệ thống ngân hàng ẩn, làm suy yếu cả các doanh nghiệp và hộ gia đình. Ma sát tài chính ngày càng trầm trọng thể hiện qua việc chênh lệch

[3]Xem Gary Gorton and Andrew Metrick, "Securitized Banking and the Run on Repo," Journal of Financial Economics, 104, pp. 425–51.

HÌNH 5

Giá cổ phiếu và cuộc khủng hoảng tài chính 2007-2009

Giá cổ phiếu giảm 50% từ tháng 10 năm 2007 đến tháng 3 năm 2009.

Nguồn: Cơ sở dữ liệu của Ngân hàng Dự trữ Liên bang St. Louis FRED, https://fred.stlouisfed.org/series/DJIA.



tín dụng ngày càng rộng, khiến chi phí tín dụng đối với hộ gia đình và doanh nghiệp cao hơn và các tiêu chuẩn cho vay bị thắt chặt hơn.[4]

Thị trường tài chính toàn cầu Mặc dù vấn đề bắt nguồn từ Hoa Kỳ, nhưng hồi chuông cảnh tỉnh cho cuộc khủng hoảng tài chính đến từ châu Âu, một dấu hiệu cho thấy toàn cầu hóa thị trường tài chính đã trở nên sâu rộng như thế nào. Sau khi Fitch và Standard & Poor's công bố hạ bậc xếp hạng đối với chứng khoán bảo đảm bằng thế chấp và CDO với tổng trị giá hơn 10 tỷ đô la, vào ngày 7 tháng 8 năm 2007, một công ty đầu tư của Pháp, BNP Paribas, đã đình chỉ việc mua lại cổ phiếu được nắm giữ trong một số quỹ thị trường tiền tệ đã bị thua lỗ lớn của mình. Sự hoảng loạn trên hệ thống ngân hàng ẩn bắt đầu, và ngày càng trở nên tồi tệ hơn theo thời gian. Bất chấp việc Ngân hàng Trung ương châu Âu và Cục Dự trữ Liên bang bơm thanh khoản lớn vào hệ thống tài chính, các ngân hàng bắt đầu tích trữ tiền mặt và không sẵn sàng cho vay lẫn nhau. Tín dụng cạn kiệt đã dẫn đến sự phá sản ngân hàng lớn đầu tiên ở Vương quốc Anh trong hơn 100 năm khi Northern Rock, vốn dựa vào nguồn quỹ vay ngắn hạn trên thị trường repo thay vì tiền gửi, sụp đổ vào tháng 9 năm 2007. Một chuỗi các định chế tài chính châu Âu khác sau đó cũng phá sản. Các quốc gia như Hy Lạp, Ireland, Bồ Đào Nha và Tây Ban Nha bị ảnh hưởng nặng nề nhất. Cuộc khủng hoảng dẫn đến các thị trường nợ do chính phủ phát hành (nợ công) ở châu Âu được mô tả trong hộp Toàn cầu, "Cuộc khủng hoảng nợ công ở châu Âu".

Sự phá sản của các công ty hàng đầu Ảnh hưởng của cuộc khủng hoảng tài chính đối với các doanh nghiệp đã đẩy những thành viên lớn trên thị trường tài chính tới những hành động mạnh. Vào tháng 3 năm 2008, Bear Stearns, ngân hàng đầu tư lớn thứ năm ở Hoa Kỳ, với rất nhiều khoản đầu tư liên quan đến chứng khoán dưới chuẩn, đã gặp hoảng loạn trên nguồn quỹ repo của mình và buộc phải bán mình cho JP Morgan với giá chưa

[4]Giai đoạn này cũng được đặc trưng bởi một cú sốc nguồn cung đáng kể xảy ra khi giá dầu và các mặt hàng khác tăng mạnh cho đến mùa hè năm 2008, nhưng sau đó lại giảm mạnh sau đó. Chúng ta thảo luận phân tích tổng cầu và tổng cung về tác động của cú sốc cung này trong Chương 22.

Toàn cầu Khủng hoảng Nợ công Châu Âu

Cuộc khủng hoảng tài chính toàn cầu 2007-2009 không chỉ dẫn đến suy thoái kinh tế trên toàn thế giới mà còn dẫn đến cuộc khủng hoảng nợ công vẫn còn đe dọa gây bất ổn cho châu Âu ngày nay. Cho đến năm 2007, tất cả các quốc gia sử dụng đồng euro đều đã giảm lãi suất của mình xuống mức rất thấp, nhưng với sự xuất hiện của cuộc khủng hoảng tài chính toàn cầu, một số quốc gia đã bị ảnh hưởng rất nặng nề do hoạt động kinh tế bị thu hẹp, làm giảm doanh thu thuế vào đúng thời điểm mà các gói cứu trợ của chính phủ đối với các định chế tài chính phá sản đòi hỏi phải có thêm nguồn chi từ chính phủ. Thâm hụt ngân sách gia tăng phát sinh dẫn đến lo ngại rằng chính phủ của các quốc gia bị ảnh hưởng nặng nề này sẽ vỡ nợ. Kết quả là lãi suất tăng vọt, có nguy cơ vượt ngoài tầm kiểm soát.*

Hy Lạp là quân cờ domino đầu tiên đổ xuống ở châu Âu. Vào tháng 9 năm 2009, với một nền kinh tế suy yếu do nguồn thu từ thuế giảm và nhu cầu chi tiêu tăng lên, chính phủ Hy Lạp dự kiến thâm hụt ngân sách trong năm là 6% và tỷ lệ nợ trên GDP gần 100%. Tuy nhiên, khi một chính phủ mới được bầu vào tháng 10, hóa ra tình hình ngân sách tồi tệ hơn nhiều so với những gì mọi người tưởng tượng, bởi vì chính phủ trước đó đã cung cấp những con số sai lệch về cả thâm hụt ngân sách, ít nhất là gấp đôi con số 6%, và số nợ chính phủ, cao hơn 10 điểm phần trăm so với báo cáo trước đó. Bất chấp các biện pháp thắt lưng buộc bụng nhằm cắt giảm đáng kể chi tiêu của chính phủ và tăng thuế, lãi suất các khoản nợ của Hy Lạp đã tăng vọt, tới mức gần 40% và tỷ lệ nợ trên GDP tăng lên 160% GDP vào năm 2012. Ngay cả khi có các gói cứu trợ từ các nước châu Âu khác và sự hỗ trợ thanh khoản từ Ngân hàng Trung ương châu Âu, Hy Lạp đã buộc phải ghi giảm** hơn một nửa giá trị khoản nợ do tư nhân nắm giữ, và quốc gia này phải đối mặt với tình trạng bất ổn dân sự, với các cuộc đình công lớn và thủ tướng phải từ chức.

Cuộc khủng hoảng nợ công lan rộng từ Hy Lạp đến Ireland, Bồ Đào Nha, Tây Ban Nha và Ý. Chính phủ các nước này buộc phải áp dụng các biện pháp thắt lưng buộc bụng để củng cố tài chính công của họ trong khi lãi suất leo lên mức hai con số. Chỉ đến khi trong bài phát biểu vào tháng 7 năm 2012 của Mario Draghi, chủ tịch Ngân hàng Trung ương Châu Âu, ông tuyên bố rằng ECB đã sẵn sàng làm "bất cứ điều gì cần thiết" để cứu đồng euro, thị trường mới bắt đầu bình tĩnh trở lại. Mặc dù lãi suất ở các nước này giảm mạnh nhưng họ đã trải qua những cuộc suy thoái nghiêm trọng, với tỷ lệ thất nghiệp tăng lên mức hai con số và tỷ lệ thất nghiệp của Tây Ban Nha vượt quá 25%. Sức ép mà cuộc khủng hoảng nợ công của châu Âu gây ra cho khu vực đồng euro đã làm dấy lên nghi ngờ về việc liệu đồng euro có tồn tại được hay không.

*Để hiểu về các cuộc khủng hoảng nợ công và các nghiên cứu điển hình về cuộc khủng hoảng nợ châu Âu, đọc David Greenlaw, James D. Hamilton, Frederic S.Mishkin, and Peter Hooper, "Crunch Time: Fiscal Crises and the Role of Monetary Policy," U.S. Monetary Policy Forum (Chicago: Chicago Booth Initiative on Global Markets, 2013).

** Việc ghi giảm (*write-down*) ở đây không phải là việc Hy Lạp chủ động bút toán giảm các khoản nợ của mình mà là việc các chủ nợ của Hy Lạp, chủ yếu là các ngân hàng ở châu Âu đồng ý ghi giảm số tiền mà chính phủ Hy Lạp đang nợ mình, chấp nhận bị lỗ. (ND)

đến một phần mười giá trị của nó chỉ một năm trước đó. Để hỗ trợ cho thương vụ này, Cục Dự trữ Liên bang đã phải tiếp nhận hơn 30 tỷ đô la tài sản khó định giá của Bear Stearns. Vào tháng 7, Fannie Mae và Freddie Mac, hai doanh nghiệp thuộc sở hữu tư nhân, được chính phủ tài trợ, tổng cộng được bảo hiểm hơn 5 nghìn tỷ đô la cho các khoản vay thế chấp hoặc tài sản được bảo đảm bằng vay thế chấp, đã phải nhận hỗ trợ từ Bộ Tài chính Hoa Kỳ và Cục Dự trữ Liên bang sau khi bị thiệt hại đáng kể từ việc nắm giữ chứng khoán dưới chuẩn. Đầu tháng 9 năm 2008, Fannie Mae và Freddy Mac được đưa vào diện quản lý đặc biệt (thực tế là được chính phủ điều hành).

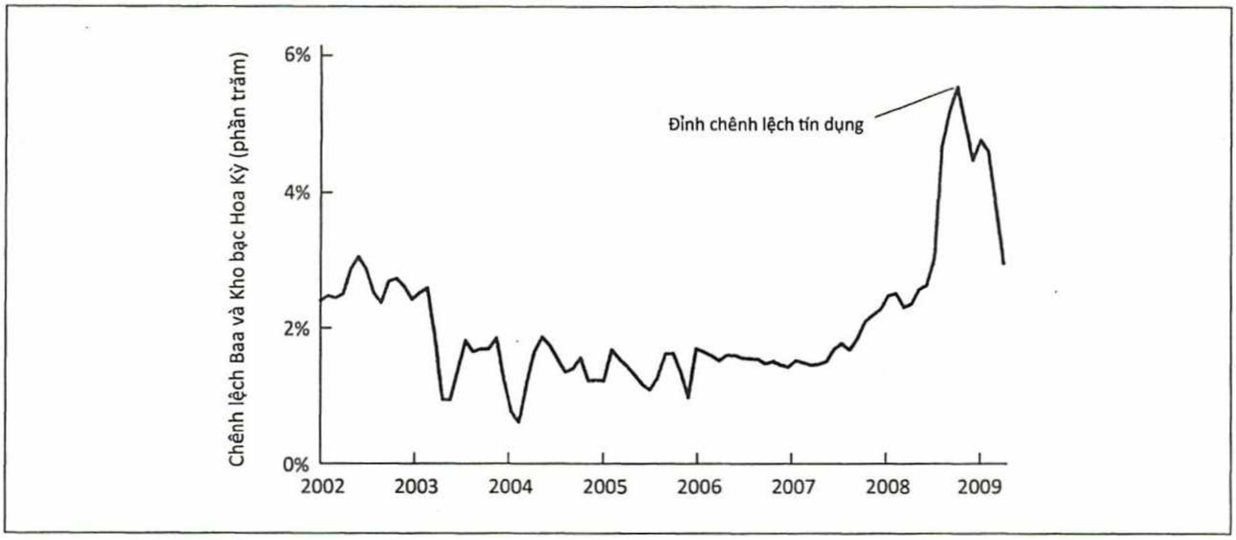
Vào thứ Hai, ngày 15 tháng 9 năm 2008, sau khi bị thua lỗ trên thị trường dưới chuẩn, Lehman Brothers, ngân hàng đầu tư lớn thứ tư về quy mô tài sản với hơn 600 tỷ đô la tài sản và 25.000 nhân viên, đã nộp đơn phá sản, trở thành ngân hàng phá sản lớn nhất lịch sử Hoa Kỳ. Một ngày trước đó, Merrill Lynch, ngân hàng đầu tư lớn thứ ba, cũng bị lỗ lớn

do nắm giữ chứng khoán dưới chuẩn, đã thông báo bán cho Bank of America với giá thấp hơn 60% so với giá trị của nó một năm trước đó. Vào thứ Ba, ngày 16 tháng 9, AIG, một gã khổng lồ ngành bảo hiểm với tài sản hơn 1 nghìn tỷ đô la, đã phải chịu một cuộc khủng hoảng thanh khoản nghiêm trọng khi xếp hạng tín dụng của họ bị hạ cấp. Công ty này đã tạo ra hơn 400 tỷ đô la hợp đồng bảo hiểm (hoán đổi nợ tín dụng) phải thanh toán cho những tổn thất có thể xảy ra từ chứng khoán thế chấp dưới chuẩn. Cục Dự trữ Liên bang sau đó đã can thiệp với khoản vay 85 tỷ đô la để giữ cho AIG tồn tại (với tổng các khoản vay của chính phủ sau đó đã tăng lên 173 tỷ đô la).

Đỉnh điểm của cuộc khủng hoảng tài chính 2007-2009

Cuộc khủng hoảng tài chính lên đến đỉnh điểm vào tháng 9 năm 2008 sau khi Hạ viện, do lo sợ sự phẫn nộ của các cử tri tức giận về gói cứu trợ của Phố Wall, đã bỏ phiếu từ chối gói cứu trợ trị giá 700 tỷ đô la do chính quyền Bush đề xuất. Đạo luật Bình ổn Kinh tế Khẩn cấp cuối cùng đã được thông qua gần một tuần sau đó. Quá trình sụp đổ của thị trường chứng khoán tăng tốc, với tuần bắt đầu từ ngày 6 tháng 10 năm 2008, cho thấy mức giảm hàng tuần tồi tệ nhất trong lịch sử Hoa Kỳ. Chênh lệch tín dụng tăng vọt trong ba tuần sau đó, với mức chênh lệch giữa trái phiếu doanh nghiệp Baa (vừa đủ ở hạng đầu tư) và trái phiếu kho bạc Hoa Kỳ lên hơn 5,5 điểm phần trăm (550 điểm cơ bản), như minh họa trong Hình 6.

Thị trường tài chính suy yếu và lãi suất tăng cao mà người đi vay phải đối mặt đã dẫn đến chi tiêu và đầu tư của người tiêu dùng giảm mạnh. GDP thực tế giảm mạnh ở mức -1,3% hàng năm trong quý 3 năm 2008 và sau đó ở mức - 5,4% và - 6,4% hàng năm trong hai quý tiếp theo. Tỷ lệ thất nghiệp tăng vọt, vượt mức 10% vào cuối năm 2009. Cuộc suy thoái bắt đầu vào tháng 12 năm 2007 đã trở thành cuộc suy thoái kinh tế tồi tệ nhất ở Hoa Kỳ kể từ Thế chiến thứ hai và bây giờ nó được gọi là "Đại suy thoái."



HÌNH 6 Chênh lệch tín dụng và Khủng hoảng Tài chính 2007-2009

Chênh lệch tín dụng (chênh lệch giữa lãi suất trái phiếu công ty Baa và trái phiếu kho bạc oa Kỳ) đã tăng hơn 4 điểm phần trăm (400 điểm cơ bản) trong cuộc khủng hoảng. Tranh luận về gói cứu trợ và sự sụp đổ của thị trường chứng khoán đã khiến chênh lệch tín dụng lên đến đỉnh điểm vào tháng 12 năm 2008.

Nguồn: Cơ sở dữ liệu FRED của Ngân hàng Dự trữ Liên bang St. Louis: https://fred.stlouisfed.org/series/BAA10Y.

Sự can thiệp của chính phủ và sự phục hồi

Mặc dù suy thoái do cuộc khủng hoảng tài chính toàn cầu gây ra là rất nghiêm trọng, nhưng mức độ suy thoái kinh tế nhỏ hơn nhiều so với thời kỳ Đại khủng hoảng do các can thiệp mạnh mẽ từ chính phủ để hỗ trợ thị trường tài chính và kích thích nền kinh tế.

Như chúng ta sẽ thấy trong Chương 15, Cục Dự trữ Liên bang đã thực hiện các hành động đặc biệt để kiềm chế cuộc khủng hoảng, bao gồm cả chính sách tiền tệ để kích thích nền kinh tế và cung cấp thanh khoản để hỗ trợ hoạt động có trật tự của thị trường tài chính. Ngoài ra, chính phủ Hoa Kỳ tham gia vào các gói cứu trợ lớn, với hơn 150 tỷ đô la cho vay AIG và **Chương trình Cứu trợ Tài sản Bất ổn (TARP- Troubled Asset Relief Program)**, điều khoản quan trọng nhất trong Đạo luật Ổn định Kinh tế Khẩn cấp của chính quyền Bush được thông qua vào tháng 10 năm 2008, ủy quyền cho Bộ Tài chính chi 700 tỷ đô la để mua tài sản vay thế chấp dưới chuẩn từ các định chế tài chính gặp khó khăn hoặc rót vốn vào các định chế này. Ngoài ra, đạo luật đã nâng hạn mức bảo hiểm tiền gửi liên bang tạm thời từ 100.000 đô la lên 250.000 đô la để hạn chế việc rút tiền khỏi các ngân hàng. Ngay sau đó, FDIC đã bảo lãnh cho một số khoản nợ nhất định do các ngân hàng ẩn phát hành, và Kho bạc bảo lãnh trong một năm cho cổ phiếu quỹ tương hỗ thị trường tiền tệ bằng mệnh giá. Tương tự, các chính phủ châu Âu đã tiến hành các gói cứu trợ lớn, hơn 10 nghìn tỷ đô la, để hỗ trợ hệ thống ngân hàng của họ (xem hộp Toàn cầu, "Các gói cứu trợ của Chính phủ trên toàn thế giới trong cuộc khủng hoảng tài chính 2007–2009").

Chính sách tài khóa nhằm kích thích nền kinh tế là một phần quan trọng khác trong phản ứng của chính phủ Mỹ đối với cuộc khủng hoảng. Vào tháng 2 năm 2008, Quốc hội đã thông qua Đạo luật Kích thích Kinh tế của chính quyền Bush năm 2008, theo đó chính phủ đưa ra khoản hoàn thuế một lần với tổng trị giá 78 tỷ đô la bằng cách gửi ngân phiếu 600 đô la cho những người nộp thuế cá nhân. Ngay sau khi lên nắm quyền, chính quyền Obama đã đề xuất Đạo luật Phục hồi và Tái đầu tư của Mỹ năm 2009, một gói kích thích tài chính lớn hơn nhiều, trị giá 787 tỷ đô la được Quốc hội thông qua mà cho đến ngày nay vẫn còn gây tranh cãi. Gói kích cầu này được thảo luận nhiều hơn trong Phần 6 của cuốn sách.

Toàn cầu — Các gói cứu trợ của Chính phủ trên toàn thế giới trong cuộc khủng hoảng tài chính 2007-2009

Sự phá sản lan rộng của ngân hàng ở châu Âu vào mùa thu năm 2008 đã dẫn đến các gói cứu trợ lớn của các định chế tài chính: Hà Lan, Bỉ và Luxembourg đã bơm 16 tỷ đô la để hỗ trợ Fortis, một ngân hàng lớn của châu Âu; Hà Lan đã đầu tư 13 tỷ đô la vào ING, một gã khổng lồ về ngân hàng và bảo hiểm; Đức cung cấp gói giải cứu 50 tỷ đô la cho Hypo Real Estate Holdings; và Iceland đã tiếp quản ba ngân hàng lớn nhất của mình sau khi hệ thống ngân hàng của họ sụp đổ. Chính phủ Ireland bảo lãnh tất cả các khoản tiền gửi của các ngân hàng thương mại cũng như cho vay liên ngân hàng, Hy Lạp cũng vậy. Tây Ban Nha đã thực hiện một gói cứu trợ tương tự như Hoa Kỳ để mua tài sản lên tới 50 tỷ euro (70 tỷ đô la) trong các ngân hàng của mình nhằm khuyến khích họ cho vay. Bộ Tài chính Anh đã thiết lập một kế hoạch cứu trợ tương tự như kế hoạch của Bộ Tài chính Mỹ với mức giá 400 tỷ bảng Anh (699 tỷ đô la). Họ bảo lãnh cho 250 tỷ bảng nợ phải trả của các ngân hàng, bổ sung 100 tỷ bảng vào cơ sở thực hiện hoán đổi các tài sản này lấy trái phiếu chính phủ và cho phép chính phủ Anh mua tới 50 tỷ bảng vốn cổ phần trong các ngân hàng Anh. Các kế hoạch cứu trợ có quy mô hơn 100 tỷ đô la ở Hàn Quốc, 200 tỷ đô la ở Thụy Điển, 400 tỷ đô la ở Pháp và 500 tỷ đô la ở Đức, tất cả đều bảo lãnh nợ cho các ngân hàng của mình cũng như việc bơm vốn cho ngân hàng. Cả quy mô và mức độ phối hợp quốc tế của các gói cứu trợ này đều là chưa từng có tiền lệ.

Với các gói cứu trợ của chính phủ, các hành động bất thường của Fed, và kích thích tài khóa, thị trường chứng khoán bắt đầu tăng giá vào tháng 3 năm 2009 (xem Hình 5) và chênh lệch tín dụng bắt đầu giảm (Hình 6). Với sự phục hồi của thị trường tài chính, nền kinh tế cũng bắt đầu phục hồi, nhưng đáng tiếc là tốc độ phục hồi còn chậm.

PHẢN ỨNG CỦA ĐIỀU TIẾT TÀI CHÍNH

Với cái giá phải trả cho nền kinh tế của cuộc khủng hoảng tài chính 2007-2009, quy mô của các gói cứu trợ và việc quốc hữu hóa rất nhiều định chế tài chính, hệ thống điều tiết tài chính hiện đang trải qua những thay đổi mạnh mẽ.

Giám sát cẩn trọng vĩ mô và vi mô

Trước cuộc khủng hoảng tài chính toàn cầu, các cơ quan quản lý thực hiện việc **giám sát cẩn trọng vi mô**, tập trung vào sự an toàn và lành mạnh của *mỗi* định chế tài chính. Giám sát cẩn trọng vi mô xem xét từng định chế và đánh giá mức độ rủi ro của các hoạt động của định chế đó và liệu định chế đó có tuân thủ các yêu cầu công bố thông tin hay không. Quan trọng nhất, giám sát cẩn trọng vi mô sẽ kiểm tra xem một định chế cụ thể có đáp ứng các tỷ lệ an toàn vốn hay không và nếu không, có thể thực hiện biện pháp khắc phục cấp tốc để buộc định chế đó tăng tỷ lệ vốn của mình hoặc người giám sát sẽ đóng cửa định chế đó, theo mạch thảo luận của chúng ta trong Chương 10.

Tập trung vào giám sát cẩn trọng vi mô là không đủ để ngăn chặn khủng hoảng tài chính. Sự hoảng loạn trên hệ thống ngân hàng ẩn cho thấy những vấn đề của một định chế tài chính có thể gây hại cho các định chế tài chính lành mạnh khác như thế nào. Khi một định chế tài chính gặp khó khăn buộc phải bán tháo tài sản để đáp ứng tỷ lệ vốn mục tiêu hoặc yêu cầu bù thế chấp, nó sẽ dẫn đến sự sụt giảm giá trị tài sản. Sự sụt giảm giá trị tài sản sau đó khiến các định chế khác cũng phải bán tháo, dẫn đến quá trình hạ đòn bẩy nhanh chóng và một cuộc khủng hoảng hệ thống. Trong những tình huống như thế này, ngay cả những định chế có tỷ lệ vốn cao và đang lành mạnh cũng có thể gặp khó khăn.

Do đó, cuộc khủng hoảng tài chính toàn cầu đã cho thấy rõ ràng cần có sự **giám sát cẩn trọng vĩ mô**, tập trung vào sự an toàn và lành mạnh của *tổng thể* hệ thống tài chính. Thay vì tập trung vào sự an toàn và lành mạnh của các định chế riêng lẻ, giám sát cẩn trọng vĩ mô tìm cách giảm thiểu tình trạng bán tháo và hạ đòn bẩy trên toàn hệ thống bằng cách đánh giá năng lực tổng thể của hệ thống tài chính để tránh những tình trạng đó. Ngoài ra, do nhiều định chế được vốn hóa tốt phải đối mặt với tình trạng thiếu thanh khoản và khả năng tiếp cận nguồn quỹ ngắn hạn của họ có thể bị cắt đứt, nên giám sát cẩn trọng vĩ mô không chỉ tập trung vào mức độ an toàn vốn nói chung mà còn xem hệ thống tài chính có đủ thanh khoản hay không.

Chính sách cẩn trọng vĩ mô có thể có nhiều dạng. Một trong những yếu tố đi cùng với khủng hoảng là **chu kỳ đòn bẩy**, là một vòng lặp của bùng nổ tín dụng, dẫn đến giá tài sản cao hơn, dẫn đến vùng đệm vốn của các định chế tài chính cao hơn, điều này giúp mở rộng cho vay nếu các yêu cầu về vốn không thay đổi, rồi sau đó làm tăng giá tài sản hơn nữa, v.v. trong khi đó ở giai đoạn bong bóng vỡ, điều ngược lại xảy ra, giá trị vốn giảm mạnh, dẫn đến cắt giảm cho vay. Để ngắt mạch chu kỳ đòn bẩy này, các chính sách cẩn trọng vĩ mô thiết lập các yêu cầu về vốn theo cách phản chu kỳ; nghĩa là điều chỉnh tăng chúng lên trong thời kỳ bùng nổ và giảm xuống trong thời kỳ vỡ.

Ngoài ra, trong chu kỳ đòn bẩy đi lên, các chính sách cẩn trọng vĩ mô có thể buộc các định chế tài chính phải thắt chặt các tiêu chuẩn tín dụng hoặc thậm chí trực tiếp giới hạn tăng trưởng tín dụng. Trong chu kỳ đi xuống, có thể cần đến giám sát cẩn trọng vĩ mô để buộc toàn bộ hệ thống ngân hàng phải tăng tổng lượng vốn mới khiến các ngân hàng không hạn chế cho vay để giảm quy mô tài sản và tăng các tỷ lệ vốn. Để đảm bảo rằng các

định chế tài chính có đủ thanh khoản, các chính sách cẩn trọng vĩ mô có thể yêu cầu các định chế tài chính phải có *tỷ lệ tài trợ ròng ổn định (NSFR- net stable funding ratio)*, tỷ lệ phần trăm tài trợ ngắn hạn của định chế so với tổng nguồn quỹ, đủ thấp. Các chính sách cẩn trọng vĩ mô chúng ta thảo luận ở đây đang được coi là một phần của khuôn khổ Basel 3 nhưng vẫn chưa được hoàn thiện.

Đạo luật Dodd-Frank bảo vệ người tiêu dùng và cải cách Phố Wall năm 2010

Cuộc khủng hoảng tài chính toàn cầu đã làm dấy lên những lời kêu gọi về một cơ cấu quản lý mới có thể làm cho cuộc khủng hoảng ít có khả năng tái diễn hơn. Kết quả là dự luật Dodd-Frank được thông qua vào tháng 7 năm 2010 sau hơn một năm thảo luận. Đây là đạo luật cải cách tài chính toàn diện nhất kể từ thời kỳ Đại khủng hoảng. Đạo luật đề cập đến bảy loại quy định khác nhau, sẽ được thảo luận sau đây.

Bảo vệ người tiêu dùng Dodd-Frank đã thành lập một Cục Bảo vệ Tài chính Người tiêu dùng mới được cấp quỹ bởi và đặt trong Cục Dự trữ Liên bang, dù họ là một cơ quan hoàn toàn độc lập. Họ có thẩm quyền kiểm tra và cưỡng chế thực thi các quy định điều tiết đối với tất cả các doanh nghiệp có tài sản trên 10 tỷ đô la phát hành các sản phẩm vay thế chấp nhà ở, cũng như các định chế phát hành các sản phẩm tài chính khác hướng tới những người có thu nhập thấp. Đạo luật này yêu cầu người cho vay phải đảm bảo rằng người vay có thể trả các khoản vay thế chấp nhà ở bằng cách yêu cầu xác minh thu nhập, lịch sử tín dụng và tình trạng công việc của họ. Nó cũng cấm trả tiền cho các nhà môi giới vì làm vậy khiến cho các khoản vay trở nên đắt hơn. Nó cho phép các bang áp đặt luật bảo vệ người tiêu dùng chặt chẽ hơn đối với các ngân hàng cấp bang và trao quyền cho tổng chưởng lý của bang để thực thi các quy tắc nhất định do văn phòng mới ban hành. Nó cũng tăng vĩnh viễn mức bảo hiểm tiền gửi liên bang lên 250.000 đô la.

Kiểm tra sức chịu đựng hàng năm Dodd-Frank yêu cầu các ngân hàng có tài sản trên 10 tỷ đô la phải chịu các bài **kiểm tra sức chịu đựng** hàng năm để giám sát việc liệu các ngân hàng có đủ vốn ngân hàng hay không nếu họ phải đối mặt với một kịch bản xấu của kinh tế vĩ mô, chẳng hạn như sụp đổ giá nhà đất hoặc suy thoái nghiêm trọng. Không chỉ kết quả của các kỳ kiểm tra sức chịu đựng này được công bố hàng năm mà nếu một ngân hàng "trượt" kỳ kiểm tra sức chịu đựng và bị phát hiện là không đủ vốn, thì ngân hàng đó cũng phải hạn chế số cổ tức chi trả và đưa ra phương án tăng vốn mới để loại bỏ sự thiếu hụt này.

Bài kiểm tra sức chịu đựng lần đầu tiên được thực hiện đối với 19 ngân hàng ở đỉnh điểm của cuộc khủng hoảng tài chính nửa đầu năm 2009. Khi kết quả được công bố vào tháng 5 năm 2009, chúng đã được các thành viên thị trường đón nhận, cho phép các ngân hàng này huy động được lượng vốn đáng kể từ thị trường vốn tư nhân. Các bài kiểm tra sức chịu đựng là một yếu tố chính giúp tăng lượng thông tin trên thị trường, do đó làm giảm thông tin bất cân xứng và các vấn đề về lựa chọn bất lợi và rủi ro đạo đức. Thành công của các bài kiểm tra này dẫn đến việc Dodd-Frank biến chúng thành các bài kiểm tra định kỳ hàng năm.

Cơ quan phân giải Trước khi luật mới được thông qua, FDIC có quyền kiểm soát các ngân hàng phá sản và giải thể chúng, nhưng đối với các định chế tài chính lớn nhất - những định chế được cấu trúc thành các công ty mẹ thì FDIC không có quyền làm vậy. Bộ Tài chính Hoa Kỳ và Cục Dự trữ Liên bang cho rằng một lý do khiến họ không thể giải cứu Lehman Brothers, và thay vào đó phải để nó phá sản, là họ không có phương tiện pháp lý để tiếp quản Lehman và giải thể nó. Đạo luật Dodd-Frank cung cấp cho chính phủ Hoa Kỳ một cơ quan phân giải để làm việc đó, gọi là Cơ quan Thanh lý có Trật tự, dành cho

các doanh nghiệp tài chính được coi là có nguy cơ hệ thống — nghĩa là, các doanh nghiệp có nguy cơ đối với sức khỏe tổng thể của hệ thống tài chính vì sự phá sản của họ sẽ gây ra thiệt hại kinh tế lan rộng. Nó cũng cho phép các nhà quản lý có quyền thu phí đối với các định chế tài chính có tài sản hơn 50 tỷ đô la để bù đắp bất kỳ khoản lỗ nào.

Giới hạn cho vay của Cục Dự trữ Liên bang Như chúng ta đã thấy, trong cuộc khủng hoảng tài chính, Cục Dự trữ Liên bang đã cho các công ty riêng lẻ như Bear Stearns và AIG vay thông qua cơ quan cho vay khẩn cấp. Do lo ngại rằng khoản cho vay đối với các công ty cá nhân này của Fed sẽ tạo ra gói cứu trợ khuyến khích các công ty hấp thụ rủi ro quá mức trong tương lai, đạo luật Dodd-Frank đã chỉ đạo Cục Dự trữ Liên bang hạn chế chỉ cho vay khẩn cấp đối với các chương trình "diện rộng" chứ không dành cho các công ty riêng lẻ.

Quản lý rủi ro hệ thống Đạo luật Dodd-Frank đã thành lập Hội đồng Giám sát Ổn định Tài chính, do Bộ trưởng Ngân khố làm chủ tịch, để giám sát các thị trường về bong bóng giá tài sản và sự hình thành rủi ro hệ thống. Ngoài ra, nó chỉ định các doanh nghiệp tài chính nào là quan trọng về mặt hệ thống và do đó được chỉ định chính thức là **định chế tài chính quan trọng về hệ thống (SIFI - Systemically Important Financial Institutions)**. Các doanh nghiệp này phải tuân thủ các quy định tăng cường của Cục Dự trữ Liên bang, bao gồm các tiêu chuẩn vốn cao hơn và các yêu cầu thanh khoản chặt chẽ hơn, cùng với yêu cầu rằng các công ty đó phải xây dựng "nguyện vọng sinh tồn"*, tức là một kế hoạch thanh lý có trật tự nếu công ty tham gia khó khăn về tài chính.

* *Living will* vốn là một văn bản thể hiện nguyện vọng của người lập nếu chẳng may rơi vào tình trạng sức khỏe xấu và không còn khả năng tự quyết định về sinh mạng của mình nữa (hôn mê chẳng hạn).

Quy tắc Volcker Theo luật mới, các ngân hàng bị giới hạn khả năng hoạt động tự doanh — nghĩa là giao dịch bằng tiền của chính họ — và chỉ được phép sở hữu một tỷ lệ nhỏ các quỹ đầu cơ và vốn cổ phần tư nhân*. Những điều khoản này được đặt theo tên của Paul Volcker, cựu chủ tịch Hội đồng thống đốc của Cục Dự trữ Liên bang, ông lập luận rằng không nên để các ngân hàng hấp thụ rủi ro giao dịch lớn khi họ có lợi ích từ bảo hiểm tiền gửi liên bang.

* *Proprietary trading* (tự doanh) có nghĩa là dùng tiền của chính mình nhằm kiếm lợi trực tiếp từ biến động giá thị trường chứ không chờ đợi thu nhập ít ỏi từ phí hoa hồng khi giao dịch hộ khách hàng. Tất nhiên, giao dịch tự doanh sẽ có tính rủi ro cao hơn nhiều so với giao dịch hưởng hoa hồng.

Các công cụ phái sinh Như đã thảo luận trong Chương 11, các công cụ phái sinh như giao dịch hoán đổi vỡ nợ tín dụng cuối cùng lại trở thành "vũ khí hủy diệt hàng loạt" dẫn đến cuộc khủng hoảng tài chính khi AIG phải được giải cứu sau khi sử dụng chúng quá ồ ạt. Để ngăn điều này xảy ra một lần nữa, đạo luật Dodd-Frank yêu cầu nhiều sản phẩm phái sinh chuẩn hóa phải được giao dịch trên các sàn để làm các giao dịch minh bạch hơn và cũng yêu cầu chúng phải được thanh toán bù trừ thông qua các cơ sở thanh toán bù trừ để giảm rủi ro thua lỗ nếu một đối tác trong giao dịch phái sinh bị phá sản. Các sản phẩm phái sinh càng tùy chỉnh sẽ có yêu cầu vốn càng cao. Các ngân hàng bị cấm tham gia một số hoạt động giao dịch phái sinh, chẳng hạn như hoạt động hoán đổi có độ rủi ro cao. Ngoài ra, đạo luật này áp đặt các yêu cầu về vốn và ký quỹ đối với các công ty kinh doanh chứng khoán phái sinh và buộc họ phải công bố thêm thông tin về hoạt động của mình.

QUÁ LỚN ĐỂ PHÁ SẢN VÀ TƯƠNG LAI CỦA HOẠT ĐỘNG ĐIỀU TIẾT

Dự luật Dodd-Frank chưa đề cập tới nhiều chi tiết về hoạt động điều tiết trong tương lai, và có những nghi ngờ về việc liệu nó có giải quyết được đầy đủ vấn đề quá lớn để phá sản, như chúng ta đã thấy, là một yếu tố quan trọng góp phần gây ra cuộc khủng hoảng tài chính toàn cầu. Ở đây chúng ta thảo luận về một số biện pháp có thể thực hiện để giảm thiểu vấn đề quá lớn để phá sản và khám phá một số lĩnh vực mà quy định có thể hướng tới trong tương lai.

Có thể làm gì đối với vấn đề quá lớn để phá sản?

Để giải quyết vấn đề quá lớn để phá sản, có ba cách tiếp cận được tranh luận sôi nổi.

Chia tách các định chế tài chính lớn, quan trọng về mặt hệ thống Một cách để loại bỏ vấn đề quá lớn để phá sản là đảm bảo rằng không có định chế tài chính nào lớn đến mức có thể làm sụp đổ hệ thống tài chính. Khi đó, các cơ quan quản lý sẽ không còn thấy cần thiết phải cứu trợ các định chế này nếu họ phá sản, do đó buộc họ phải tuân theo kỷ luật thị trường. Một cách để thu nhỏ các định chế quá lớn là áp dụng lại các hạn chế đã có trước khi Glass-Steagall bị bãi bỏ, buộc các SIFI lớn này phải chia tách các hoạt động khác nhau của họ thành các công ty nhỏ hơn, gắn kết hơn. Ngoài ra, các quy định quản lý có thể chỉ rõ rằng không định chế tài chính nào có thể có tài sản vượt quá giới hạn tối đa đã định, buộc các SIFI phải chia thành nhiều phần nhỏ hơn.

Không có gì ngạc nhiên khi cả hai cách tiếp cận này đều bị các định chế tài chính lớn nhất phản đối kịch liệt. Mặc dù việc chia nhỏ SIFI sẽ loại bỏ được vấn đề quá lớn để phá sản, nhưng nếu các định chế lớn có thể tạo ra tính cộng hưởng để quản lý rủi ro tốt hơn hoặc cung cấp các dịch vụ tài chính với chi phí thấp hơn, thì thay vì tăng hiệu quả của hệ thống tài chính, việc chia nhỏ SIFI có thể làm giảm nó.

Yêu cầu vốn cao hơn Bởi vì các định chế "quá lớn để phá sản" có động cơ để hấp thụ quá nhiều rủi ro, có một cách để giảm hấp thụ rủi ro của họ là đặt ra các yêu cầu vốn cao hơn. Với số vốn cao hơn, không chỉ các định chế này sẽ có một bộ đệm lớn hơn để ngăn tổn thất nếu chúng xảy ra mà họ còn có nhiều thứ để mất hơn, có nhiều "*skin in the game*", do đó giảm rủi ro đạo đức và khiến họ có ít động lực để hấp thụ rủi ro quá mức hơn. Một cách khác để mô tả cách tiếp cận này là các yêu cầu về vốn cao hơn khiến các định chế quá lớn để phá sản được hỗ trợ ít hơn nếu chọn rủi ro. Ngoài ra, do các SIFI hấp thụ rủi ro mạnh hơn nhiều trong thời kỳ bùng nổ, các yêu cầu về vốn có thể tăng lên khi tín dụng đang mở rộng nhanh chóng và giảm khi tín dụng bị thu hẹp. Làm vậy sẽ khiến các yêu cầu về vốn trở nên phản chu kỳ hơn và có thể giúp kiềm chế chu kỳ tín dụng bùng - nổ.

Ngân hàng trung ương Thụy Sĩ là ngân hàng đi đầu trong cách tiếp cận này: Ngân hàng này có yêu cầu vốn cao nhất trong số các nước tiên tiến đối với các ngân hàng lớn nhất của mình, và họ càng nâng cao yêu cầu khi thị trường tín dụng trở nên đặc biệt sôi sục. Đã có các dự luật được đề xuất tại Quốc hội Hoa Kỳ để tăng gấp đôi yêu cầu vốn đối với các định chế tài chính lớn, và gặp phải phản đối mạnh mẽ từ các định chế này.

Cứ để Dodd-Frank lo Một quan điểm khác cho rằng Dodd-Frank đã loại bỏ một cách hiệu quả vấn đề quá lớn để phá sản bằng cách khiến Cục Dự trữ Liên bang khó cứu trợ các định chế tài chính hơn, khi áp đặt các quy định chặt chẽ hơn đối với SIFI và thông qua việc áp dụng quy tắc Volcker. Các tác giả của đạo luật đã tuyên bố rằng Dodd-Frank sẽ "kết thúc tình trạng quá lớn để phá sản hiện nay." Mặc dù các quy định của Dodd-Frank làm giảm một số động cơ hấp thụ rủi ro quá mức của các định chế tài chính lớn, quan trọng với hệ thống, nhưng vẫn có những nghi ngờ khả năng loại bỏ hoàn toàn vấn đề quá lớn để phá sản của đạo luật này.

Phía sau Dodd-Frank: Hệ thống điều tiết có thể đi tới đâu trong tương lai?

Vào tháng 2 năm 2017, tân tổng thống Donald Trump đã ký một lệnh hành pháp chỉ đạo Bộ trưởng Tài chính xem xét lại các quy định tài chính trong dự luật Dodd-Frank. Những người chỉ trích Dodd-Frank, chẳng hạn như chính quyền Trump, cho rằng nhiều quy định đã hạn chế các ngân hàng cho vay, đặc biệt là đối với các hộ gia đình, khiến họ khó vay hơn. Những người ủng hộ Dodd-Frank cho rằng nó đã làm cho hệ thống tài chính trở nên

lành mạnh hơn, giảm khả năng xảy ra khủng hoảng tài chính. Sau khi việc đánh giá được hoàn thành, các thay đổi lớn trong quy định tài chính có thể được thực hiện. Chúng ta cùng theo dõi các tranh luận về việc các quy định sẽ đi về đâu trong tương lai trong một số lĩnh vực.

Bảo vệ người tiêu dùng Những chỉ trích ở Quốc hội đối với Cục Bảo vệ tài chính người tiêu dùng cho rằng các quy định của cơ quan này, chẳng hạn như quy định yêu cầu người cho vay đảm bảo rằng người đi vay có khả năng trả các khoản vay và vay thế chấp, đã khiến các ngân hàng quá thận trọng trong việc mở rộng tín dụng cho người tiêu dùng. Một chỉ trích trong số này thậm chí còn đi xa hơn việc hạn chế quyền hạn của Cục Bảo vệ Tài chính Người tiêu dùng mà muốn giải thể nó, cho rằng điều này sẽ thúc đẩy cho vay hộ gia đình hơn. Những người ủng hộ việc bảo vệ người tiêu dùng đã thề sẽ đấu tranh để duy trì các quy định này và Cục Bảo vệ Tài chính Người tiêu dùng vì họ cho rằng các quy định này và Cục Bảo vệ Tài chính Người tiêu dùng không chỉ bảo vệ người tiêu dùng khỏi gian lận và lừa dối mà sẽ còn giúp hệ thống tài chính an toàn hơn vì các hành vi gian lận đã giúp thúc đẩy sự bùng nổ cho vay dưới chuẩn và cuộc khủng hoảng tài chính toàn cầu.

• Tới thời điểm này, khi Donald Trump đã thành cựu tổng thống, ông đã làm suy yếu đáng kể Dodd-Frank, với 3 điểm nổi bật là tìm cách giải thể CFPB (hai bên đã theo đuổi cuộc chiến pháp lý dai dẳng về vấn đề này), đưa nhiều ngân hàng ra khỏi phạm vi điều tiết nghiêm ngặt và nới lỏng quy tắc Volcker.

Cơ quan phân giải Có đề xuất tại Quốc hội Hoa Kỳ để giải thể Cơ quan thanh lý có trật tự. Những người ủng hộ những đề xuất này cho rằng Cơ quan thanh lý có trật tự hợp pháp hóa các gói cứu trợ liên bang của các công ty tài chính lớn và do đó làm trầm trọng vấn đề quá lớn để phá sản. Thay vào đó, họ đề xuất một thủ tục phá sản tăng cường cho các định chế tài chính được quyết định bởi tòa án. Những người bảo vệ cơ quan phân giải liên bang lập luận rằng mặc dù Cơ quan thanh lý có trật tự vẫn có thể được cải thiện, song vẫn cần thiết vì phá sản, ngay cả khi được tăng cường, vẫn là một quy trình pháp lý lộn xộn khiến cho việc giải thể có trật tự các định chế tài chính bị sụp đổ trong một cuộc khủng hoảng là vô cùng khó khăn. Nếu không có Cơ quan thanh lý có trật tự, sự phá sản của một định chế tài chính lớn có nhiều khả năng làm khủng hoảng tài chính vượt ngoài tầm kiểm soát.

Quy tắc Volcker Quy tắc Volcker nhằm hạn chế các hoạt động tự doanh của ngân hàng, có lợi thế là hạn chế các ngân hàng hấp thụ rủi ro quá mức, bị công kích vì một số lý do. Đầu tiên, các cơ quan quản lý nhận thấy rất khó phân biệt giao dịch tự doanh với giao dịch cho khách hàng, vì vậy quy tắc Volcker đã dẫn đến các quy định rất phức tạp có thể rất khó và tốn kém để thực thi. Thứ hai, nó hạn chế các ngân hàng hoạt động sinh lợi để bù đắp những tổn thất có thể có từ việc cho vay. Thứ ba, những người chỉ trích quy tắc Volcker cho rằng bằng cách hạn chế giao dịch, quy tắc này đã làm giảm tính thanh khoản trên nhiều thị trường tài chính.

Giao dịch phái sinh Một số đề xuất tại Quốc hội tìm cách gỡ bỏ các quy tắc Dodd-Frank đối với giao dịch phái sinh. Những người đề xuất cho rằng những quy tắc này đã làm tổn hại đến khả năng thực hiện các giao dịch phái sinh của các định chế tài chính ở Hoa Kỳ, dẫn đến kết quả là giao dịch phái sinh, đặc biệt là hoán đổi nợ tín dụng, đã chuyển ra nước ngoài, khiến các định chế tài chính Mỹ khó kiếm lợi nhuận hơn và giảm khả năng phòng vệ trước rủi ro của các công ty phi tài chính Hoa Kỳ. Những người ủng hộ các quy tắc Dodd-Frank đối với giao dịch phái sinh cho rằng chúng làm cho giao dịch phái sinh minh bạch hơn và an toàn hơn, do đó giảm khả năng xảy ra các cuộc khủng hoảng tài chính trong tương lai.

Doanh nghiệp do Chính phủ tài trợ (GSE - Government-Sponsored Enterprises) Một lỗ hổng lớn trong dự luật Dodd-Frank là nó không đề cập đến các doanh nghiệp thuộc sở hữu tư nhân, do chính phủ tài trợ, chẳng hạn như Fannie Mae và Freddie Mac. Trong cuộc khủng hoảng tài chính toàn cầu, cả hai công ty này đều gặp rắc rối

nghiêm trọng về tài chính và phải được chính phủ tiếp quản, với các khoản vay lớn và cần tới bảo lãnh của chính phủ để hỗ trợ họ. Để ngăn điều này xảy ra lần nữa, có các đề xuất cải cách GSE theo bốn lộ trình khác nhau:

1. Tư nhân hóa hoàn toàn các GSE bằng cách tước bỏ tài trợ của chính phủ, do đó loại bỏ sự hỗ trợ ngầm cho các khoản nợ của họ
2. Hoàn toàn quốc hữu hóa bằng cách tước bỏ tình trạng tư nhân và biến họ thành cơ quan chính phủ
3. Vẫn để họ là các GSE sở hữu tư nhân, nhưng tăng cường các quy định để hạn chế mức độ hấp thụ rủi ro của họ và áp đặt các tiêu chuẩn vốn cao hơn
4. Vẫn để họ là các GSE sở hữu tư nhân, nhưng buộc họ phải thu nhỏ lại đáng kể để không còn khiến người nộp thuế bị thiệt hại lớn hoặc gây ra rủi ro hệ thống cho hệ thống tài chính khi phá sản

Tuy nhiên, những người ủng hộ tình trạng hiện tại của GSE lại phản đối những cải cách này vì chúng sẽ hạn chế hoạt động của GSE, do đó khiến các hộ gia đình khó nhận được tín dụng hơn.

TÓM LƯỢC

1. Khủng hoảng tài chính xảy ra khi một sự gián đoạn đặc biệt lớn đối với các luồng thông tin xảy ra trên các thị trường tài chính, với kết quả là ma sát tài chính tăng mạnh, do đó khiến thị trường tài chính không có khả năng chuyển quỹ cho các hộ gia đình và doanh nghiệp có cơ hội đầu tư hiệu quả và gây ra sự thu hẹp đáng kể hoạt động kinh tế.
2. Khủng hoảng tài chính bắt đầu ở các nước tiên tiến như Hoa Kỳ theo hai cách: bùng và nổ tín dụng, hoặc sự gia tăng bất ổn nói chung khi các định chế tài chính lớn phá sản. Kết quả là sự gia tăng đáng kể các vấn đề lựa chọn bất lợi và rủi ro đạo đức, dẫn đến việc thu hẹp cho vay và suy giảm hoạt động kinh tế. Điều kiện kinh doanh ngày càng tồi tệ và tình hình các ngân hàng xấu đi kích hoạt giai đoạn thứ hai của cuộc khủng hoảng, sự phá sản đồng thời của nhiều định chế ngân hàng: một cuộc khủng hoảng ngân hàng. Số lượng ngân hàng giảm dẫn đến mất vốn thông tin của họ, dẫn đến cho vay tiếp tục giảm và nền kinh tế đi xuống theo vòng xoáy. Trong một số trường hợp, suy thoái kinh tế dẫn đến giá cả giảm mạnh, làm tăng nợ thực tế của các doanh nghiệp và hộ gia đình và do đó làm giảm giá trị ròng của họ, dẫn đến giảm phát nợ. Giá trị ròng của người đi vay giảm hơn nữa làm trầm trọng thêm vấn đề lựa chọn bất lợi và rủi ro đạo đức, do đó hoạt động cho vay, chi tiêu đầu tư và tổng hoạt động kinh tế bị suy giảm trong một thời gian kéo dài.
3. Cuộc khủng hoảng tài chính đáng chú ý nhất trong lịch sử Hoa Kỳ, dẫn đến Đại Khủng hoảng, bao gồm nhiều giai đoạn: thị trường chứng khoán sụp đổ, ngân hàng hoảng loạn, vấn đề thông tin bất cân xứng ngày càng trầm trọng và cuối cùng là giảm phát nợ.
4. Cuộc khủng hoảng tài chính toàn cầu 2007-2009 được kích hoạt bởi sự quản lý yếu kém các đổi mới tài chính, bao gồm các khoản vay thế chấp nhà ở dưới chuẩn và sự bùng nổ của bong bóng giá nhà ở. Cuộc khủng hoảng lan rộng trên toàn cầu, với sự suy giảm đáng kể của các ngân hàng và các định chế tài chính khác, sự hoảng loạn ở hệ thống ngân hàng ẩn và sự phá sản của nhiều công ty nổi tiếng.
5. Hoạt động điều tiết tài chính đã trải qua nhiều thay đổi sau cuộc khủng hoảng tài chính toàn cầu. Đầu tiên là sự chuyển đổi từ giám sát cẩn trọng vi mô, tập trung vào sự an toàn và lành mạnh của các định chế cá nhân sang giám sát cẩn trọng vĩ mô, tập trung vào tính an toàn và lành mạnh của hệ thống tài chính nói chung. Thứ hai là Đạo luật Dodd-Frank năm 2010, là đạo luật cải cách tài chính toàn diện nhất kể từ cuộc Đại khủng hoảng. Nó tập trung vào bảy lĩnh vực: (1) bảo vệ người tiêu dùng, (2) kiểm tra sức chịu đựng hàng năm, (3) cơ quan phân giải, (4) giới hạn cho vay của Cục Dự trữ Liên bang, (5) điều tiết rủi ro hệ thống, (6) quy tắc Volcker, và (7) kinh doanh chứng khoán phái sinh
6. Tương lai của hoạt động điều tiết cần giải quyết một số vấn đề: (1) vấn đề quá lớn để phá sản, ít nhất có thể được giải quyết một phần bằng cách chia nhỏ các định chế tài

chính lớn hoặc bằng cách đặt ra các yêu cầu vốn cao hơn đối với họ; (2) nhiều điều khoản của đạo luật Dodd-Frank; và (3) cải cách các GSE để trong tương lai chính phủ phải cứu trợ họ ít hơn.

THUẬT NGỮ QUAN TRỌNG

bong bóng giá tài sản, 271
bùng nổ tín dụng, 269
giao dịch hoán đổi vỡ nợ tín dụng, 276
chênh lệch tín dụng, 274
giảm phát nợ, 272
hạ đòn bẩy, 270
khủng hoảng tài chính, 269
phái sinh tài chính, 276
ma sát tài chính, 269
đổi mới tài chính, 269
tự do hóa tài chính, 269
bán tháo, 272
các giá trị kinh tế cơ bản, 271
mức bù thế chấp, 279
chu kỳ đòn bẩy, 284
giám sát cẩn trọng vĩ mô, 284
giám sát cẩn trọng vi mô, 284
thỏa thuận mua lại (repo), 279
kiểm tra sức chịu đựng, 285
sản phẩm tín dụng cấu trúc, 275
các định chế tài chính quan trọng với hệ thống (SIFI), 286
Chương trình Cứu trợ Tài sản gặp Rắc rối (TARP), 283

CÂU HỎI

Tất cả các câu hỏi đều có trong **MyLab Economics** tại www.pearson.com/mylab/economics.

1. Khái niệm thông tin bất cân xứng giúp định nghĩa khủng hoảng tài chính như thế nào?
2. Tại sao bong bóng giá tài sản trên thị trường chứng khoán vỡ lại có thể kích hoạt một cuộc khủng hoảng tài chính?
3. Làm thế nào sự sụt giảm không lường trước được trong mức giá có thể gây ra sự sụt giảm trong cho vay?
4. Định nghĩa "ma sát tài chính" theo cách của bạn và giải thích lý do tại sao sự gia tăng ma sát tài chính là yếu tố then chốt trong các cuộc khủng hoảng tài chính.
5. Việc bảng cân đối kế toán của các định chế tài chính xấu đi và sự phá sản đồng thời của các định chế này gây ra sự suy giảm hoạt động kinh tế như thế nào?
6. Bằng cách nào sự gia tăng chung của tính bất định do sự phá sản của một định chế tài chính lớn lại dẫn đến sự gia tăng các vấn đề lựa chọn bất lợi và rủi ro đạo đức?
7. Chênh lệch tín dụng là gì? Tại sao chênh lệch tín dụng lại tăng đáng kể trong thời kỳ khủng hoảng tài chính?
8. Một số quốc gia không công khai về hệ thống bảo hiểm tiền gửi như FDIC ở Hoa Kỳ trong hệ thống ngân hàng của họ. Giải thích lý do tại sao một số quốc gia muốn làm như vậy.
9. Mô tả quá trình "chứng khoán hóa" bằng cách của bạn. Có thể quy hoàn toàn trách nhiệm cho nó về cuộc khủng hoảng tài chính Đại suy thoái 2007-2009 không?
10. Đưa ra một lập luận ủng hộ và một lập luận phản đối ý kiến cho rằng Fed là nguyên nhân gây ra bong bóng giá nhà đất vào giữa những năm 2000.
11. Điều tiết và giám sát tài chính yếu kém có vai trò gì trong việc gây ra khủng hoảng tài chính?
12. Mô tả hai điểm tương đồng và hai điểm khác biệt giữa những kinh nghiệm của Hoa Kỳ trong cuộc Đại khủng hoảng và trong cuộc khủng hoảng tài chính 2007-2009.
13. Bạn nghĩ điều gì đã ngăn chặn cuộc khủng hoảng tài chính 2007–2009 trở thành một cuộc suy thoái sâu?
14. Những đổi mới công nghệ nào dẫn đến sự phát triển của thị trường vay thế chấp dưới chuẩn?
15. Tại sao mô hình kinh doanh khởi tạo để phân phối lại gặp phải vấn đề người đại diện?
16. Bảo hiểm tiền gửi ngăn chặn khủng hoảng tài chính ở mọi lúc và ở mọi nơi. Điều này là Đúng, Sai hay Không chắc chắn?
17. Giá nhà ở giảm xuống góp phần kích hoạt cuộc khủng hoảng tài chính dưới chuẩn bắt đầu từ năm 2007 như thế nào?
18. Hệ thống ngân hàng ẩn đã đóng vai trò gì trong cuộc khủng hoảng tài chính 2007-2009?
19. Tại sao mức bù thế chấp trên tài sản thế chấp lại tăng mạnh trong thời kỳ khủng hoảng tài chính? Nó dẫn đến bán tháo tài sản như thế nào?
20. Cuộc khủng hoảng tài chính toàn cầu đã thúc đẩy cuộc khủng hoảng nợ công ở châu Âu như thế nào?

21. Tại sao việc các chính sách cẩn trọng vĩ mô thiết lập các yêu cầu về vốn theo cách phản chu kỳ lại là một ý tưởng hay?
22. Quá trình đổi mới tài chính tác động như thế nào đến hiệu quả của quy định cẩn trọng vĩ mô?
23. Ba cách tiếp cận nhằm hạn chế vấn đề quá lớn để phá sản là gì? Mô tả ngắn gọn những ưu điểm và nhược điểm của từng cách tiếp cận.
24. Tại sao các điều khoản bảo vệ người tiêu dùng lại được đưa vào đạo luật Dodd-Frank, một đạo luật được thiết kế để củng cố hệ thống tài chính? Một số vấn đề với các quy định này là gì?
25. Tại sao chính phủ Hoa Kỳ cần có một cơ quan phân giải?

BÀI TẬP PHÂN TÍCH DỮ LIỆU

Các bài tập được cập nhật bằng dữ liệu thời gian thực trong MyLab Economics và có thể dùng để thực hành hoặc để làm bài tập lớn.

1. Truy cập cơ sở dữ liệu FRED của Cục Dự trữ Liên bang St. Louis và tìm dữ liệu về giá nhà (SPC-S20RSA), giá cổ phiếu (NASDAQCOM), thước đo tài sản ròng của các hộ gia đình (TNWBSHNO) và chi tiêu tiêu dùng cá nhân (PCEC). Đối với tất cả bốn chuỗi dữ liệu này, hãy đảm bảo chuyển đổi tần suất thành "Hàng quý". Tải dữ liệu xuống bảng tính và đảm bảo dữ liệu được căn chỉnh chính xác với ngày tháng thích hợp. Đối với tất cả bốn chuỗi dữ liệu, cho mỗi quý, hãy tính tốc độ tăng trưởng hàng năm từ quý này sang quý khác. Để thực hiện việc này, hãy lấy dữ liệu của quý hiện tại trừ đi dữ liệu của quý trước, rồi chia cho dữ liệu của quý trước. Nhân với 100 để thay đổi từng kết quả thành phần trăm và nhân với 4 để hàng năm hóa dữ liệu.
    a. Đối với bốn chuỗi này, hãy tính tỷ lệ tăng trưởng trung bình trong dữ liệu bốn quý gần đây nhất. Nhận xét về mối quan hệ giữa giá nhà, giá cổ phiếu, tài sản ròng của các hộ gia đình và tiêu dùng khi chúng liên quan đến kết quả của bạn.
    b. Lặp lại phần (a) cho bốn quý của năm 2005 và một lần nữa cho giai đoạn từ Quý 3 năm 2008 đến Quý 2 năm 2009. Nhận xét về mối quan hệ giữa giá nhà, giá cổ phiếu, tài sản ròng của các hộ gia đình và tiêu dùng khi chúng liên quan đến kết quả của bạn, trước và trong khi khủng hoảng.
    c. Dữ liệu hộ gia đình hiện tại so sánh với dữ liệu từ giai đoạn trước cuộc khủng hoảng tài chính và trong cuộc khủng hoảng thế nào? Bạn có nghĩ rằng dữ liệu hiện tại là dấu hiệu của một bong bóng?
2. Truy cập cơ sở dữ liệu FRED của Cục Dự trữ Liên bang St. Louis và tìm dữ liệu về giá trị ròng của các doanh nghiệp phi tài chính (TNWMVBSNNCB), đầu tư tư nhân trong nước (GPDIC1) và thước đo ma sát tài chính, chỉ số sức chịu đựng tài chính của Fed St. Louis (STLFSI). Đối với cả ba thước đo, chuyển đổi tần suất thành "Hàng quý". Tải dữ liệu xuống bảng tính và đảm bảo dữ liệu được căn chỉnh chính xác với ngày tháng thích hợp. Đối với giá trị ròng của doanh nghiệp và đầu tư tư nhân trong nước, hãy tính tỷ lệ tăng trưởng hàng năm từ quý này sang quý khác. Để thực hiện việc này, hãy lấy dữ liệu của quý hiện tại trừ đi dữ liệu của quý trước, sau đó chia cho dữ liệu của quý trước. Nhân với 100 để thay đổi kết quả thành dạng phần trăm, rồi nhân với 4 để hàng năm hóa dữ liệu.
    a. Tính tỷ lệ tăng trưởng trung bình trong bốn quý gần đây nhất cho các biến giá trị tài sản ròng của doanh nghiệp và đầu tư tư nhân trong nước. Tính toán sự khác biệt giữa giá trị của chỉ số sức chịu đựng trong quý gần đây nhất và giá trị của chỉ số sức chịu đựng một năm trước đó. Nhận xét về mối quan hệ giữa sức chịu đựng tài chính, giá trị tài sản ròng của các doanh nghiệp và đầu tư tư nhân trong nước.
    b. Lặp lại phần (a) cho 4 quý năm 2005 và cho giai đoạn Quý 3 năm 2008 đến Quý 2 năm 2009. Nhận xét về các mối quan hệ giữa sức chịu đựng tài chính, tài sản ròng của các doanh nghiệp và đầu tư tư nhân trong nước trước và trong cuộc khủng hoảng khi chúng liên quan đến kết quả của bạn. Giả sử thước đo sức chịu đựng tài chính là biểu hiện của các vấn đề về thông tin bất cân xứng ngày càng cao, hãy bình luận về cách dữ liệu giai đoạn khủng hoảng liên quan đến các động lực điển hình của một cuộc khủng hoảng tài chính.
    c. HDữ liệu đầu tư hiện tại so sánh với dữ liệu của giai đoạn trước cuộc khủng hoảng tài chính và trong cuộc khủng hoảng như thế nào? Bạn có nghĩ rằng dữ liệu hiện tại cho thấy dấu hiệu của một bong bóng?

BÀI TẬP WEB

1. Chương này thảo luận hiểu về lựa chọn bất lợi và rủi ro đạo đức có thể giúp chúng ta hiểu rõ hơn về các cuộc khủng hoảng tài chính như thế nào. Cuộc khủng hoảng tài chính lớn nhất mà Hoa Kỳ phải đối mặt là cuộc Đại khủng hoảng 1929–1933. Truy cập http://www.amatecon.com/greatdepression.html. Trang web này đưa ra một cuộc thảo luận ngắn gọn về các yếu tố dẫn đến cuộc Đại khủng hoảng. Viết bản tóm tắt dài một trang giải thích cách lựa chọn bất lợi và rủi ro đạo đức đã góp phần vào cuộc Đại khủng hoảng.
2. Ủy ban Điều tra Khủng hoảng Tài chính được thành lập sau cuộc Đại suy thoái với tư cách là một nhóm độc lập có nhiệm vụ điều tra nguyên nhân của cuộc khủng hoảng tài chính 2007-2009. Truy cập trang web của họ tại https://fcic.law.stanford.edu. Trên dòng thời gian, hãy xem lại bản tóm tắt sự kiện cho tháng 9 năm 2008. Bạn tin rằng sự kiện nào trong tháng đó là hậu quả nhất? Tại sao?
3. Một trong những quốc gia bị ảnh hưởng nặng nề nhất bởi cuộc khủng hoảng tài chính toàn cầu năm 2008 là Iceland. Truy cập http://assets.opencrs.com/rpts/RS22988_20081120.pdf và tóm tắt các nguyên nhân và sự kiện dẫn đến cuộc khủng hoảng ở Iceland.

TRANG WEB THAM KHẢO

http://www.amatecon.com/gd/gdtimeline.html
Mốc thời gian của cuộc Đại khủng hoảng.

PHẦN 4

Ngân hàng Trung ương và Thực thi chính sách tiền tệ

Khủng hoảng và Ứng phó: Cục Dự trữ Liên bang và Khủng hoảng Tài chính Toàn cầu

Khi Cục Dự trữ Liên bang phải đối mặt với điều mà cựu Chủ tịch Alan Greenspan mô tả là "cơn sóng thần xảy ra một lần trong thế kỷ", họ quyết tâm ra tay giải cứu. Bắt đầu từ tháng 9 năm 2007, Cục Dự trữ Liên bang đã hạ mục tiêu lãi suất quỹ liên bang, đưa nó xuống mức 0 vào cuối năm 2008. Đồng thời, Fed thực hiện bơm thanh khoản mạnh mẽ vào thị trường tín dụng để khuyến khích cho vay trở lại. Vào giữa tháng 8 năm 2007, Fed đã hạ lãi suất chiết khấu cho các ngân hàng vay xuống chỉ còn 50 điểm cơ bản cao hơn lãi suất mục tiêu quỹ liên bang, từ mức 100 điểm cơ bản thông thường. Trong suốt cuộc khủng hoảng, Fed đã mở rộng bổ sung thanh khoản cho hệ thống tài chính ngoài việc cho vay truyền thống đối với các định chế tiền gửi. Sau khi Fed thực hiện các khoản cho vay để hỗ trợ JP Morgan tiếp quản Bear Stearns vào tháng 3 năm 2008, Paul Volcker, cựu chủ tịch của Cục Dự trữ Liên bang, đã mô tả các hành động của Fed là đi đến "ranh giới cuối cùng của quyền lực hợp pháp và ngụ ý của nó." Số lượng các chương trình cho vay mới của Fed trong suốt cuộc khủng hoảng đã tạo ra một loạt các từ viết tắt hoàn toàn mới — TAF, TSLF, PDCF, AMLF, CPFF và MMIFF — khiến Fed giống như Lầu Năm Góc với các kế hoạch tác chiến và vũ khí mã hóa. Giống như Lầu Năm Góc, Fed đang chiến đấu trong một cuộc chiến, mặc dù vũ khí của họ là tài chính chứ không phải súng, xe tăng hay máy bay.

Cuộc khủng hoảng tài chính toàn cầu gần đây đã chứng minh tầm quan trọng của các ngân hàng trung ương như Cục Dự trữ Liên bang đối với sức khỏe của hệ thống tài chính và nền kinh tế. Chương 13 phác thảo những gì các ngân hàng trung ương đang cố gắng đạt được, điều gì thúc đẩy họ và cách thiết lập. Chương 14 mô tả cách xác định cung tiền. Trong Chương 15, chúng ta sẽ xem xét các công cụ mà các ngân hàng trung ương như Fed sử dụng và cách họ sử dụng chúng. Chương 16 mở rộng thảo luận về việc điều hành chính sách tiền tệ để tập trung vào bức tranh rộng hơn về chiến lược và chiến thuật của các ngân hàng trung ương.

13 Ngân hàng Trung ương và Hệ thống Dự trữ Liên bang

Mục tiêu học tập

- Nhận biết bối cảnh lịch sử phát triển Hệ thống Dự trữ Liên bang.
- Mô tả các tính năng và chức năng chính của Hệ thống Dự trữ Liên bang.
- Đánh giá mức độ độc lập của Cục Dự trữ Liên bang.
- Tóm tắt các lập luận ủng hộ và chống lại tính độc lập của Cục Dự trữ Liên bang.
- Xác định cách lý thuyết về hành vi công quyền giúp giải thích các hành động của Cục Dự trữ Liên bang.
- Xác định những điểm giống và khác nhau về cấu trúc và tính độc lập giữa Ngân hàng Trung ương Châu Âu và Cục Dự trữ Liên bang.
- Đánh giá mức độ độc lập của các ngân hàng trung ương lớn khác trên thế giới.

Giới thiệu

Một trong số những cấu phần có vai trò quan trọng nhất của thị trường tài chính toàn cầu là các ngân hàng trung ương, các cơ quan chính phủ phụ trách chính sách tiền tệ. Hành động của các ngân hàng trung ương ảnh hưởng đến lãi suất, lượng tín dụng và cung tiền, tất cả đều có tác động trực tiếp không chỉ đến thị trường tài chính mà còn đến tổng sản lượng và lạm phát. Để hiểu được vai trò của các ngân hàng trung ương trong thị trường tài chính và tổng thể nền kinh tế, chúng ta cần hiểu cách thức hoạt động của các định chế này. Ai kiểm soát và quyết định hành động của các ngân hàng trung ương? Yếu tố tác động tới hành vi của họ là gì? Ai là người nắm giữ dây cương quyền lực?

Trong chương này, chúng ta xem xét cấu trúc thể chế của các ngân hàng trung ương lớn và đặc biệt tập trung vào Hệ thống Dự trữ Liên bang, một trong những ngân hàng trung ương quan trọng nhất trên thế giới. Chúng ta bắt đầu tìm hiểu các yếu tố trong cấu trúc thể chế của Fed để xác định quyền lực thực sự trong Hệ thống Dự trữ Liên bang nằm ở đâu. Bằng cách hiểu ai là người đưa ra quyết định, ta sẽ có ý tưởng tốt hơn về cách thực thi chúng. Sau đó, ta sẽ tìm hiểu lý do đằng sau hành vi của ngân hàng trung ương và liệu có nên để cho các ngân hàng trung ương độc lập bằng cách cách ly chúng khỏi các chính trị gia hay không. Cuối cùng, chúng ta xem xét cấu trúc và tính độc lập của các ngân hàng trung ương lớn khác, đặc biệt là Ngân hàng Trung ương Châu Âu. Từ đó, chúng ta sẽ được chuẩn bị đầy đủ để hiểu rõ thực tiễn chính sách tiền tệ được mô tả trong các chương sau.

NGUỒN GỐC CỦA HỆ THỐNG DỰ TRỮ LIÊN BANG

Trong tất cả các ngân hàng trung ương trên thế giới, Hệ thống Dự trữ Liên bang có lẽ có cấu trúc khác thường nhất. Để hiểu cấu trúc này hình thành như thế nào, chúng ta phải quay trở lại trước năm 1913, khi Hệ thống Dự trữ Liên bang được thành lập.

Trước thế kỷ 20, một đặc điểm chính của nền chính trị Hoa Kỳ là lo ngại vấn đề quyền lực tập trung, như trong các quy định về kiểm soát và cân bằng* của Hiến pháp và việc bảo toàn quyền của các bang. Mối quan ngại về quyền lực tập trung là một trong những nguyên nhân dẫn đến sự phản kháng của người Mỹ đối với việc thành lập ngân hàng trung ương. Một nguồn gốc khác là truyền thống mất lòng tin của người Mỹ đối với các nhóm lợi ích giàu có, biểu tượng nổi bật nhất của nó là một ngân hàng trung ương. Sự thù địch công khai của công chúng Mỹ đối với sự tồn tại của ngân hàng trung ương đã dẫn đến sự sụp đổ của hai thử nghiệm đầu tiên trong lĩnh vực ngân hàng trung ương, vốn có chức năng giám sát hệ thống ngân hàng: The First Bank of the United States bị giải tán vào năm 1811, và giấy

* Từ gốc *checks and balances* là hệ thống đảm bảo rằng trong ba nhánh của hệ thống chính phủ, bao gồm lập pháp, hành pháp và tư pháp, không nhánh nào có quá nhiều quyền lực, các nhánh có một số quyền kiểm tra lẫn nhau để duy trì sự cân bằng.

Bên trong Fed **Thiên tài chính trị của những người sáng lập hệ thống dự trữ liên bang**

Lịch sử của Hoa Kỳ hàm chứa sự thù địch công khai đối với các ngân hàng và đặc biệt là ngân hàng trung ương. Bằng cách nào các chính trị gia thành lập Cục Dự trữ Liên bang có thể thiết kế nên một hệ thống sẽ trở thành một trong những định chế uy tín nhất ở Hoa Kỳ?

Câu trả lời là những người sáng lập nhận ra rằng nếu quyền lực quá tập trung ở Washington, hoặc New York, hai thành phố mà nhiều người Mỹ rất sẵn sàng để ghét, thì một ngân hàng trung ương Mỹ có thể không có đủ sự ủng hộ của công chúng để hoạt động hiệu quả. Do đó, họ quyết định thiết lập một hệ thống phi tập trung với 12 Ngân hàng Dự trữ Liên bang trải dài khắp đất nước, để đảm bảo rằng tất cả các khu vực của đất nước đều có đại diện trong các cuộc thảo luận về chính sách tiền tệ. Ngoài ra, họ còn tổ chức các Ngân hàng Dự trữ Liên bang dưới dạng bán tư nhân và đặt chúng dưới sự giám sát từ giám đốc thuộc khu vực tư nhân sống ở mỗi hạt. Các giám đốc này sẽ đại diện cho quan điểm tại mỗi khu vực và liên hệ chặt chẽ với chủ tịch Ngân hàng Dự trữ Liên bang của mình. Cấu trúc khác thường của Hệ thống Dự trữ Liên bang đảm bảo rằng các vấn đề khu vực sẽ được đề cập, thể hiện rõ trong các ấn phẩm của Ngân hàng Dự trữ Liên bang. Nếu không có cấu trúc khác thường này, Hệ thống Dự trữ Liên bang có thể đã rất xa lạ với công chúng, khiến định chế này kém hiệu quả hơn nhiều.

phép quốc gia của The Second Bank of the United States hết hạn vào năm 1836 sau khi việc gia hạn bị Tổng thống Andrew Jackson phủ quyết vào năm 1832.

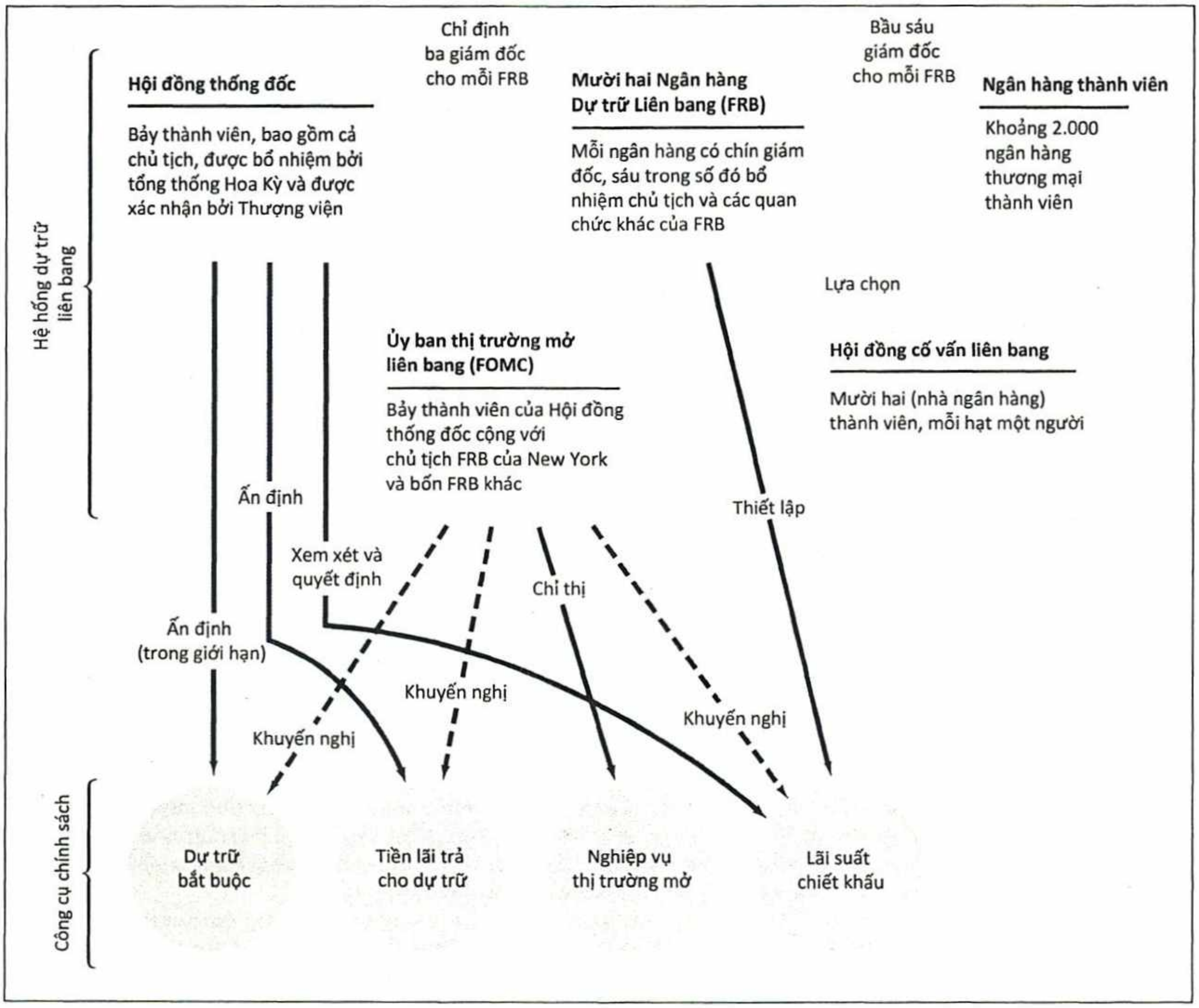
Việc chấm dứt giấy phép quốc gia của Second Bank vào năm 1836 đã tạo ra một vấn đề nghiêm trọng cho thị trường tài chính Mỹ vì không có người cho vay cuối cùng có thể cung cấp dự trữ cho hệ thống ngân hàng để ngăn chặn hoảng loạn ngân hàng. Do đó, trong thế kỷ 19 và đầu thế kỷ 20, hoảng loạn ngân hàng trên toàn quốc đã trở thành một sự kiện thường xuyên, xảy ra cứ sau 20 năm hoặc lâu hơn, lên đến đỉnh điểm là cơn hoảng loạn năm 1907. Hoảng loạn năm 1907 dẫn đến sự phá sản của ngân hàng trên diện rộng và những tổn thất đáng kể của người gửi tiền khiến công chúng cuối cùng cũng phải thấy rằng cần có một ngân hàng trung ương để ngăn chặn hoảng loạn trong tương lai.

Sự thù địch của công chúng Mỹ đối với các ngân hàng và cơ quan quyền lực tập trung nghĩa là việc thành lập một ngân hàng trung ương duy nhất như Bank of England sẽ gặp phải sự phản đối mạnh mẽ. Mọi người lo lắng rằng một định chế như vậy có thể sẽ bị các nhóm lợi ích giàu có ở Phố Wall (bao gồm các công ty và ngân hàng lớn nhất) thao túng để giành quyền kiểm soát nền kinh tế và hoạt động ở cấp liên bang của ngân hàng trung ương có thể dẫn đến việc chính phủ can thiệp quá nhiều vào công việc của các ngân hàng tư nhân. Những bất đồng sâu sắc còn nằm ở việc ngân hàng trung ương nên là một ngân hàng tư nhân hay một định chế của chính phủ. Do những vấn đề này tạo ra tranh cãi kịch liệt, một thỏa hiệp đã được đưa ra. Theo truyền thống của Mỹ, Quốc hội đã đưa một hệ thống kiểm soát và cân bằng phức tạp vào Đạo luật Dự trữ Liên bang năm 1913, đạo luật này đã tạo ra Hệ thống Dự trữ Liên bang bao gồm 12 Ngân hàng Dự trữ Liên bang khu vực (xem hộp Bên trong Fed, "Thiên tài chính trị của Người sáng lập Hệ thống Dự trữ Liên bang").

CẤU TRÚC CỦA HỆ THỐNG DỰ TRỮ LIÊN BANG

Những người chấp bút của Đạo luật Dự trữ Liên bang muốn khuếch tán quyền lực dọc theo các tuyến địa lý, giữa khu vực tư nhân và chính phủ, và giữa các nhà ngân hàng, doanh nhân và công chúng. Sự phân tán quyền lực ban đầu này dẫn đến sự ra đời của Hệ thống Dự

MyLab Economics Bài giảng Mini

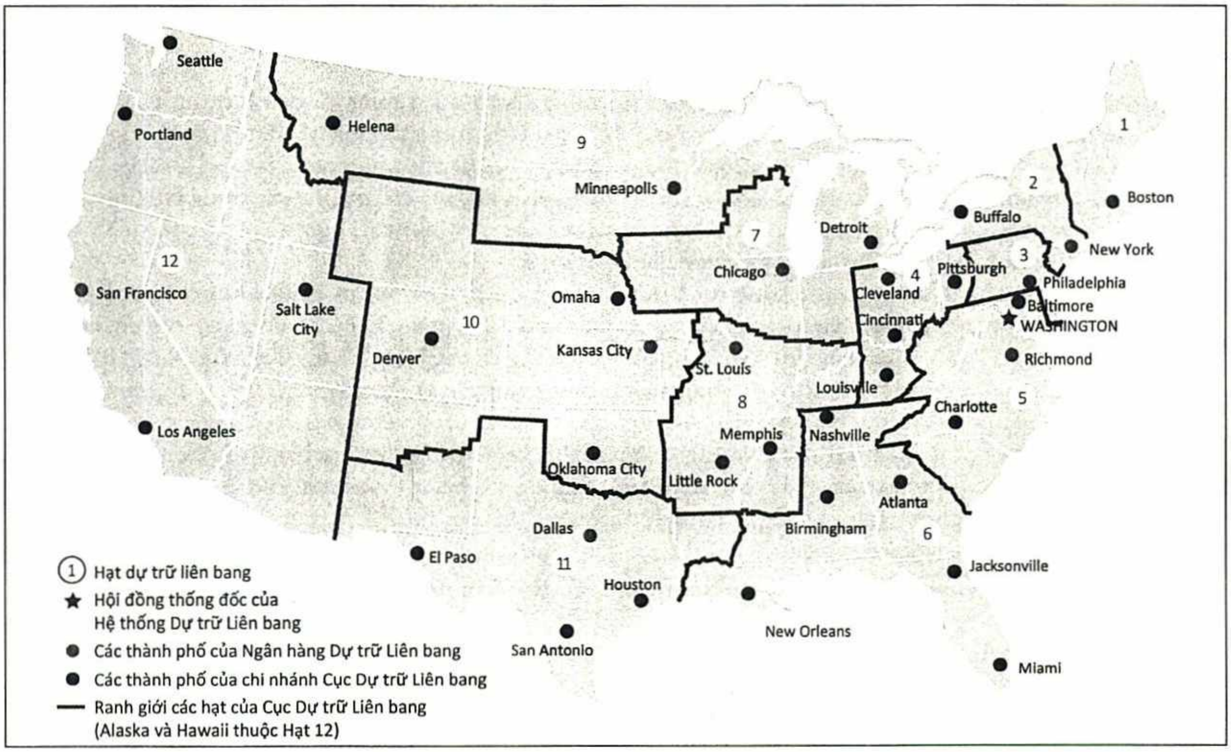


HÌNH 1 Cơ cấu và trách nhiệm đối với các công cụ chính sách trong hệ thống dự trữ liên bang

Mối quan hệ của các Ngân hàng Dự trữ Liên bang, Hội đồng Thống đốc của Hệ thống Dự trữ Liên bang và FOMC với bốn công cụ chính sách của Fed (nghiệp vụ thị trường mở, lãi suất chiết khấu, yêu cầu dự trữ và lãi suất trả cho các khoản dự trữ). Các đường đứt nét chỉ ra rằng FOMC "khuyến nghị" về việc thiết lập các yêu cầu dự trữ và lãi suất chiết khấu.

trữ Liên bang bao gồm các thực thể sau: **Ngân hàng Dự trữ Liên bang, Hội đồng Thống đốc của Hệ thống Dự trữ Liên bang, Ủy ban Thị trường Mở Liên bang (FOMC - Federal Open Market Committee), Hội đồng Cố vấn Liên bang**, và khoảng 2.000 ngân hàng thương mại thành viên. Hình 1 phác thảo mối quan hệ của các thực thể này với nhau và với bốn công cụ chính sách của Fed (nghiệp vụ thị trường mở, lãi suất chiết khấu, yêu cầu dự trữ và lãi suất trả cho dự trữ), sẽ được thảo luận trong Chương 14 và 15.

MyLab Economics Bài giảng Mini



HÌNH 2 Hệ thống Dự trữ Liên bang

Vị trí của các hạt dự trữ liên bang, các ngân hàng dự trữ liên bang và các chi nhánh của chúng.

Nguồn: Bản tin Dự trữ Liên bang.

Ngân hàng Dự trữ Liên bang

Mỗi hạt trong số 12 hạt Dự trữ Liên bang được xác định theo Đạo luật Ddự trữ Liên bang năm 1913 có một Ngân hàng Dự trữ Liên bang chính, có thể có chi nhánh ở các thành phố khác trong hạt. Vị trí của các hạt này, các Ngân hàng Dự trữ Liên bang và các chi nhánh của Ngân hàng Dự trữ Liên bang được thể hiện trong Hình 2. Ba Ngân hàng Dự trữ Liên bang lớn nhất về tài sản là New York, Chicago và San Francisco — tổng cộng, họ nắm giữ nhiều hơn hơn 50% tài sản (cho vay chiết khấu, chứng khoán và các khoản nắm giữ khác) của Hệ thống Dự trữ Liên bang. Ngân hàng New York, với khoảng 1/4 tài sản, là ngân hàng quan trọng nhất trong số các Ngân hàng Dự trữ Liên bang (xem hộp Bên trong Fed, "Vai trò Đặc biệt của Ngân hàng Dự trữ Liên bang New York").

Mỗi Ngân hàng Dự trữ Liên bang là một tổ chức bán công (một phần tư nhân, một phần chính phủ) thuộc sở hữu của các ngân hàng thương mại tư nhân trong hạt là thành viên của Hệ thống Dự trữ Liên bang. Các ngân hàng thành viên này mua cổ phiếu tại Ngân hàng Dự trữ Liên bang hạt (là yêu cầu để có tư cách thành viên), và cổ tức chi trả bị giới hạn theo luật ở mức 6% hàng năm. Các ngân hàng thành viên bầu sáu giám đốc cho mỗi ngân hàng của hạt; ba người nữa được bổ nhiệm bởi Hội đồng Thống đốc.

Các giám đốc của ngân hàng cấp hạt được phân thành ba nhóm: A, B và C. Ba giám đốc A (do các ngân hàng thành viên bầu ra) là các giám đốc ngân hàng chuyên nghiệp và

Bên trong Fed — Vai trò đặc biệt của Ngân hàng Dự trữ Liên bang New York

Ngân hàng Dự trữ Liên bang New York đóng một vai trò đặc biệt trong Hệ thống Dự trữ Liên bang vì một số lý do. Thứ nhất, hạt NewYork có nhiều ngân hàng thương mại lớn nhất ở Hoa Kỳ, sự an toàn và lành mạnh của họ là điều tối quan trọng đối với sức khỏe của hệ thống tài chính Hoa Kỳ. Ngân hàng Dự trữ Liên bang New York tiến hành kiểm tra các công ty sở hữu ngân hàng và các ngân hàng thành viên cấp bang trong hạt của mình, khiến ngân hàng này trở thành người giám sát của một vài định chế tài chính quan trọng nhất trong hệ thống tài chính. Với trách nhiệm này, không có gì ngạc nhiên khi nhóm giám sát ngân hàng là một trong những bộ phận lớn nhất của Fed New York và cho đến nay họ vẫn là nhóm giám sát ngân hàng lớn nhất trong Hệ thống Dự trữ Liên bang.

Lý do thứ hai là sự tham gia tích cực vào thị trường trái phiếu và ngoại hối. Fed New York có phòng giao dịch thị trường mở, nơi tiến hành các nghiệp vụ thị trường mở — mua và bán trái phiếu — để quyết định lượng dự trữ trong hệ thống ngân hàng. Do sự tham gia này vào thị trường chứng khoán Kho bạc, cũng như vị trí rất gần với Sở giao dịch chứng khoán New York, các quan chức tại Ngân hàng Dự trữ Liên bang New York thường xuyên tiếp xúc với các thị trường tài chính nội địa lớn ở Hoa Kỳ. Ngoài ra, Ngân hàng Dự trữ Liên bang New York có phòng ngoại hối, nơi tiến hành các can thiệp ngoại hối thay mặt cho Hệ thống Dự trữ Liên bang và Kho bạc Hoa Kỳ. Sự tham gia của họ vào các thị trường tài chính này có nghĩa là Fed New York là một nguồn thông tin quan trọng về những gì đang xảy ra trên thị trường tài chính trong và ngoài nước, đặc biệt là trong các giai đoạn khủng hoảng như cuộc khủng hoảng thế chấp dưới chuẩn gần đây, cũng như mối liên hệ giữa các quan chức trong Hệ thống Dự trữ Liên bang và những người tham gia tư nhân trên thị trường.

Lý do thứ ba, Ngân hàng Dự trữ Liên bang New York là Ngân hàng Dự trữ Liên bang duy nhất là thành viên của Ngân hàng Thanh toán Quốc tế (BIS - Bank for International Settlements). Do đó, chủ tịch Fed New York, cùng với chủ tịch Hội đồng thống đốc, đại diện cho Hệ thống dự trữ liên bang trong các cuộc họp thường kỳ hàng tháng với các chủ ngân hàng trung ương lớn khác tại BIS. Sự tiếp xúc chặt chẽ với các ngân hàng trung ương nước ngoài và tương tác với thị trường ngoại hối có nghĩa là Fed New York có một vai trò đặc biệt trong quan hệ quốc tế, cả với các chủ ngân hàng trung ương khác và với những người tham gia thị trường tư nhân. Để thêm vào sự nổi tiếng quốc tế của mình, Fed New York là kho lưu trữ hơn 100 tỷ đô la vàng của thế giới, một lượng lớn hơn số vàng tại Fort Knox.

Cuối cùng, chủ tịch Ngân hàng Dự trữ Liên bang New York là thành viên bỏ phiếu thường trực duy nhất của FOMC trong số các Chủ tịch Ngân hàng Dự trữ Liên bang, giữ chức phó chủ tịch ủy ban. Do đó, vị chủ tịch này cùng với chủ tịch và phó chủ tịch Hội đồng thống đốc là ba quan chức quan trọng nhất trong Hệ thống dự trữ liên bang.

• Thành lập vào năm 1930, BIS là ngân hàng của các ngân hàng trung ương, đóng vai trò quan trọng với sự ổn định của hệ thống tài chính toàn thế giới. (ND)

ba giám đốc B (cũng do các ngân hàng thành viên bầu chọn) là những nhà lãnh đạo nổi bật từ nhóm ngành công nghiệp, lao động, nông nghiệp hoặc tiêu dùng. Ba giám đốc C do Hội đồng thống đốc bổ nhiệm để đại diện cho lợi ích công, không được phép là quan chức, nhân viên hoặc người sở hữu cổ phần của ngân hàng.

Các giám đốc giám sát các hoạt động của ngân hàng hạt, nhưng công việc quan trọng nhất của họ là bổ nhiệm chủ tịch ngân hàng (tùy vào sự chấp thuận của Hội đồng quản trị). Cho đến năm 2010, tất cả chín giám đốc tham gia vào quyết định này, nhưng đạo luật Dodd-Frank được thông qua vào tháng 7 năm 2010 đã không cho phép ba giám đốc hạng A tham gia lựa chọn chủ tịch ngân hàng. Quốc hội cho rằng việc các ngân hàng tham gia vào việc lựa chọn chủ tịch của Ngân hàng Dự trữ Liên bang có nghĩa vụ giám sát chính các ngân hàng này là không phù hợp.

12 Ngân hàng Dự trữ Liên bang tham gia vào chính sách tiền tệ theo những cách thức sau:

- Các giám đốc của họ "thiết lập" lãi suất chiết khấu một cách hợp pháp (mặc dù lãi suất chiết khấu trên thực tế được xác lập cao hơn lãi suất mục tiêu quỹ liên bang ở mức cố định).
- Họ quyết định ngân hàng nào, cả thành viên và không phải thành viên, có thể được vay chiết khấu từ Ngân hàng Dự trữ Liên bang.
- Giám đốc của họ chọn một chủ ngân hàng thương mại từ mỗi hạt của ngân hàng để phục vụ trong Hội đồng Cố vấn Liên bang, hội đồng tư vấn với Hội đồng Thống đốc và cung cấp thông tin giúp thực hiện chính sách tiền tệ.
- Năm trong số 12 chủ tịch ngân hàng mỗi người có một phiếu ở Ủy ban Thị trường Mở Liên bang, cơ quan chỉ đạo các **nghiệp vụ thị trường mở** (việc mua và bán chứng khoán chính phủ ảnh hưởng đến cả lãi suất và lượng dự trữ trong hệ thống ngân hàng). Như đã giải thích trong hộp Bên trong Fed, "Vai trò đặc biệt của Ngân hàng Dự trữ Liên bang New York", bởi vì chủ tịch của Fed New York là thành viên thường trực của FOMC, người đó luôn có phiếu bầu cho FOMC, biến Fed New York trở thành ngân hàng quan trọng nhất trong số các ngân hàng; bốn phiếu còn lại được phân bổ cho các ngân hàng hạt luân phiên hàng năm trong số 11 chủ tịch còn lại.

12 Ngân hàng Dự trữ Liên bang cũng thực hiện các chức năng sau:

- Thanh lý bù trừ séc
- Phát hành mới tiền giấy và thu hồi tiền giấy bị hư hỏng khỏi lưu thông
- Quản lý và cấp các khoản vay chiết khấu cho các ngân hàng trong hạt của họ
- Đánh giá các đề xuất sáp nhập và yêu cầu xin mở rộng hoạt động ngân hàng.
- Đóng vai trò là liên lạc viên giữa cộng đồng doanh nghiệp và Hệ thống Dự trữ Liên bang
- Kiểm tra các công ty sở hữu ngân hàng và các ngân hàng thành viên cấp bang
- Thu thập dữ liệu về điều kiện kinh doanh địa phương
- Sử dụng đội ngũ các nhà kinh tế chuyên nghiệp của mình để nghiên cứu các chủ đề liên quan đến việc điều hành chính sách tiền tệ

Ngân hàng thành viên

Tất cả các *ngân hàng quốc gia* (ngân hàng thương mại do Văn phòng Kiểm soát Tiền tệ điều hành) bắt buộc phải là thành viên của Hệ thống Dự trữ Liên bang. Các ngân hàng thương mại do các bang điều hành không bắt buộc phải là thành viên, nhưng họ có thể tham gia nếu muốn. Hiện tại, khoảng một phần ba số ngân hàng thương mại ở Hoa Kỳ là thành viên của Hệ thống Dự trữ Liên bang, giảm so với mức đỉnh 49% vào năm 1947.

Trước năm 1980, chỉ có các ngân hàng thành viên bị yêu cầu phải giữ dự trữ dưới dạng tiền gửi tại các Ngân hàng Dự trữ Liên bang. Các ngân hàng không phải là thành viên phải tuân theo các yêu cầu dự trữ do bang của họ xác định, điều này thường cho phép họ giữ phần lớn dự trữ của mình ở các chứng khoán trả lãi. Bởi vì vào thời điểm đó, các khoản dự trữ được gửi tại các Ngân hàng Dự trữ Liên bang không được trả lãi, nên việc trở thành thành viên rất tốn kém và khi lãi suất tăng, chi phí thành viên tăng tương đối và ngày càng nhiều ngân hàng rời khỏi hệ thống.

Sự suy giảm thành viên của Fed là mối quan tâm lớn của Hội đồng Thống đốc; một nguyên nhân là do việc này đã giảm bớt quyền kiểm soát của Fed đối với cung tiền, khiến Fed khó điều hành chính sách tiền tệ hơn. Chủ tịch Hội đồng Thống đốc liên tục kêu gọi ban hành luật mới yêu cầu tất cả các ngân hàng thương mại phải là thành viên của Hệ thống Dự trữ Liên bang. Kết quả của việc Fed gây áp lực lên Quốc hội là một điều khoản trong Đạo luật nới lỏng quản lý và kiểm soát tiền tệ các định chế tiền gửi năm 1980: Tất cả các định chế tiền gửi (vào năm 1987) đều phải tuân theo yêu cầu giữ tiền gửi tại Fed, vì vậy các ngân hàng thành viên và không phải là thành viên bình đẳng về yêu cầu dự trữ. Ngoài ra, tất cả các định chế tiền gửi đều được cấp quyền truy cập

bình đẳng vào các tiện ích của Cục Dự trữ Liên bang, chẳng hạn như cửa sổ chiết khấu (được thảo luận trong Chương 15) và thanh toán bù trừ séc của Fed. Những điều khoản này đã chấm dứt sự suy giảm thành viên của Fed và giảm sự phân biệt giữa các ngân hàng thành viên và không phải thành viên.

Hội đồng thống đốc của Hệ thống Dự trữ Liên bang

Đứng đầu Hệ thống Dự trữ Liên bang là Hội đồng Thống đốc gồm bảy thành viên, có trụ sở chính tại Washington, DC. Mỗi thống đốc do tổng thống Hoa Kỳ bổ nhiệm và được Thượng viện xác nhận. Để hạn chế quyền kiểm soát của tổng thống đối với Fed và cách ly Fed khỏi các áp lực chính trị khác, mỗi thống đốc có thể phục vụ một nhiệm kỳ đầy đủ, không thể gia hạn, 14 năm cộng với một phần của nhiệm kỳ khác, nhiệm kỳ của một thống đốc sẽ hết hạn vào tháng Giêng.[1] Các thống đốc (nhiều người là nhà kinh tế chuyên nghiệp) phải đến từ các hạt dự trữ liên bang khác nhau để lợi ích của một khu vực cụ thể của đất nước không có quá nhiều đại diện. Chủ tịch Hội đồng thống đốc được chọn từ bảy thống đốc và phục vụ nhiệm kỳ bốn năm, có thể gia hạn. Thông thường sau khi chọn được chủ tịch mới, chủ tịch cũ sẽ từ chức khỏi Hội đồng thống đốc, ngay cả khi nhiệm kỳ thống đốc của người đó còn nhiều năm.

Hội đồng Thống đốc tham gia tích cực vào việc điều hành chính sách tiền tệ theo những cách sau:

- Tất cả bảy thống đốc đều là thành viên của FOMC và bỏ phiếu về việc tiến hành các nghiệp vụ thị trường mở. Bởi vì chỉ có mười hai thành viên biểu quyết trong ủy ban này (bảy thống đốc và năm chủ tịch của các ngân hàng cấp hạt), nên Hội đồng có đa số phiếu bầu.
- Họ đặt ra các yêu cầu về dự trữ (trong giới hạn do luật pháp quy định).
- Họ ấn định lãi suất trả cho các khoản dự trữ.
- Họ kiểm soát để giữ mức chênh lệch dương cố định của lãi suất chiết khấu so với lãi suất quỹ liên bang mục tiêu và thông qua quy trình "xem xét và xác định", theo đó họ chấp thuận hoặc phủ nhận lãi suất chiết khấu do các Ngân hàng Dự trữ Liên bang "thiết lập".
- Chủ tịch Hội đồng tư vấn cho tổng thống Hoa Kỳ về chính sách kinh tế, điều trần trước Quốc hội, và thay mặt Hệ thống Dự trữ Liên bang phát biểu trước giới truyền thông.

Thông qua luật pháp, Hội đồng Thống đốc thường được giao các nhiệm vụ không liên quan trực tiếp đến việc điều hành chính sách tiền tệ, như sau:

- Ấn định các yêu cầu ký quỹ, là một phần của giá mua chứng khoán phải được thanh toán bằng tiền mặt thay vì tiền vay
- Thiết lập mức lương của chủ tịch và tất cả các viên chức của từng Ngân hàng Dự trữ Liên bang và xem xét ngân sách của từng ngân hàng
- Phê duyệt việc sáp nhập ngân hàng và các yêu cầu xin phép các hoạt động mới, chỉ rõ các hoạt động được phép của các công ty sở hữu ngân hàng và giám sát hoạt động của các ngân hàng nước ngoài tại Hoa Kỳ
- Thuê một đội ngũ gồm các nhà kinh tế chuyên nghiệp (nhiều hơn nhân viên của các Ngân hàng Dự trữ Liên bang riêng lẻ) để cung cấp các phân tích kinh tế mà Hội đồng Thống đốc sau đó sử dụng để đưa ra các quyết định của mình (đọc hộp Bên trong Fed, "Vai trò của Nhân viên Nghiên cứu")

[1] Mặc dù về mặt kỹ thuật, nhiệm kỳ của thống đốc là không thể gia hạn, nhưng thống đốc có thể từ chức ngay trước khi nhiệm kỳ của mình hết hạn và sau đó được tổng thống bổ nhiệm lại. Điều này giải thích tại sao một thống đốc, William McChesney Martin, Jr., đã phục vụ trong 28 năm. Kể từ khi Martin, chủ tịch từ năm 1951 đến năm 1970, nghỉ hưu khỏi hội đồng quản trị vào năm 1970, việc cho phép một thống đốc phục vụ toàn nhiệm kỳ thứ hai đã bị loại bỏ, và đây là lý do tại sao Alan Greenspan phải nghỉ hưu sau khi nhiệm kỳ 14 năm của ông hết hạn vào năm 2006.

Bên trong Fed **Vai trò của nhân viên nghiên cứu**

Hệ thống Dự trữ Liên bang là cơ quan sử dụng nhiều lao động là nhà kinh tế nhất không chỉ ở Hoa Kỳ mà còn trên thế giới. Nhân viên nghiên cứu của hệ thống có khoảng 1.000 người, khoảng một nửa trong số đó là các nhà kinh tế. Trong số 500 nhà kinh tế này, khoảng 250 người thuộc Hội đồng Thống đốc, 100 người làm việc tại Ngân hàng Dự trữ Liên bang New York, và số còn lại làm việc tại các Ngân hàng Dự trữ Liên bang khác. Tất cả những nhà kinh tế này làm gì?

Nhiệm vụ quan trọng nhất của các nhà kinh tế của Fed là theo dõi dữ liệu kinh tế từ các cơ quan chính phủ và các tổ chức khu vực tư nhân và đưa ra hướng dẫn cho các nhà hoạch định chính sách về hướng đi của nền kinh tế và tác động tiềm tàng của các hành động chính sách tiền tệ đối với nền kinh tế. Trước mỗi cuộc họp FOMC, các nhân viên nghiên cứu của mỗi Ngân hàng Dự trữ Liên bang sẽ giới thiệu tóm tắt cho chủ tịch và ban lãnh đạo cấp cao của ngân hàng về dự báo của nhân viên đối với nền kinh tế Hoa Kỳ và các vấn đề có thể sẽ được thảo luận tại cuộc họp. Các nhân viên nghiên cứu cũng cung cấp tài liệu tóm tắt hoặc bản tóm tắt chính thức về triển vọng kinh tế cho khu vực của ngân hàng, sẽ được các chủ tịch thảo luận tại cuộc họp FOMC. Trong khi đó, tại Hội đồng thống đốc, các nhà kinh tế duy trì một mô hình kinh tế lượng (là các phương trình được ước lượng bằng cách sử dụng các kỹ thuật thống kê) quy mô lớn giúp họ đưa ra các dự báo về nền kinh tế quốc gia, đồng thời họ cũng tóm tắt cho các thống đốc về triển vọng kinh tế quốc gia.

Các nhân viên nghiên cứu tại các ngân hàng và Hội đồng cũng hỗ trợ các nhân viên giám sát ngân hàng bằng cách theo dõi sự phát triển trong lĩnh vực ngân hàng và các thị trường và tổ chức tài chính khác, đồng thời cung cấp cho các giám định viên ngân hàng những lời khuyên kỹ thuật mà họ có thể cần trong quá trình kiểm tra. Do Hội đồng quản trị phải quyết định có thông qua việc sáp nhập ngân hàng hay không, các nhân viên nghiên cứu tại cả Hội đồng và ngân hàng tại địa phương tiến hành sáp nhập chuẩn bị thông tin về những ảnh hưởng có thể có của đề xuất sáp nhập đối với môi trường cạnh tranh. Để đảm bảo tuân thủ Đạo luật Tái đầu tư Cộng đồng, các nhà kinh tế cũng phân tích hoạt động của ngân hàng liên quan đến hoạt động cho vay của ngân hàng trong các cộng đồng khác nhau.

Do ảnh hưởng ngày càng tăng của các diễn biến ở nước ngoài đối với nền kinh tế Hoa Kỳ, các thành viên của nhóm nghiên cứu, đặc biệt là những người tại Fed và Hội đồng quản trị New York, đưa ra các báo cáo về các nền kinh tế lớn bên ngoài. Họ cũng tiến hành nghiên cứu các diễn biến trên thị trường ngoại hối vì tầm quan trọng ngày càng tăng của nó trong quá trình chính sách tiền tệ và hỗ trợ các hoạt động của bàn giao dịch ngoại hối. Các nhà kinh tế giúp hỗ trợ hoạt động của cơ quan thị trường mở bằng cách dự báo tăng trưởng dự trữ và tăng trưởng tổng lượng tiền.

Các nhà kinh tế của Fed cũng tham gia vào nghiên cứu cơ bản về tác động của chính sách tiền tệ đối với sản lượng và lạm phát, diễn biến trên thị trường lao động, thương mại quốc tế, thị trường vốn quốc tế, ngân hàng và các tổ chức tài chính khác, thị trường tài chính và nền kinh tế khu vực, trong số các chủ đề khác. Nghiên cứu này được công bố rộng rãi trên các tạp chí học thuật và các ấn phẩm của Ngân hàng Dự trữ. (Các đánh giá của Ngân hàng Dự trữ Liên bang là một nguồn tài liệu tốt cho sinh viên ngành tiền tệ và ngân hàng.) Một hoạt động quan trọng khác của các nhân viên nghiên cứu, chủ yếu tại các Ngân hàng Dự trữ, là giáo dục công. Các nhà kinh tế thường xuyên được mời thuyết trình trước ban giám đốc tại ngân hàng của họ hoặc phát biểu trước công chúng trong hạt của họ.

Ủy ban thị trường mở liên bang (FOMC)

FOMC thường họp tám lần một năm (khoảng sáu tuần một lần) và đưa ra các quyết định liên quan đến việc tiến hành các nghiệp vụ thị trường mở, việc thiết lập lãi suất chính sách, **lãi suất quỹ liên bang**, là lãi suất của các khoản vay qua đêm giữa các ngân hàng, và việc thiết lập lãi suất trả cho các khoản dự trữ. (Chi tiết về cách cuộc họp FOMC được tiến hành được thảo luận trong hộp Bên trong Fed, "Cuộc họp FOMC", và các tài liệu được cung cấp cho cuộc họp được mô tả trong hộp Bên trong Fed thứ hai, "Xanh lục, Xanh lam, Xanh

Bên trong Fed Cuộc họp FOMC

Cuộc họp của FOMC diễn ra trong thời gian hai ngày tại phòng họp ở tầng hai của tòa nhà chính của Hội đồng Thống đốc ở Washington, DC. Bảy thống đốc và mười hai chủ tịch Ngân hàng Dự trữ, cùng với thư ký của FOMC, giám đốc nghiên cứu và thống kê của Hội đồng cùng cấp phó của mình, và giám đốc của các bộ phận tiền tệ và tài chính quốc tế, ngồi xung quanh một bàn hội nghị lớn. Mặc dù chỉ có năm chủ tịch Ngân hàng Dự trữ có quyền biểu quyết trong FOMC tại mọi thời điểm, nhưng tất cả đều tham gia tích cực vào các cuộc thảo luận. Ngồi xung quanh phòng là giám đốc nghiên cứu của từng Ngân hàng Dự trữ và các quan chức cấp cao khác của Ngân hàng Dự trữ và các viên chức của Ngân hàng Dự trữ, những người theo truyền thống không phát biểu tại cuộc họp.

Cuộc họp bắt đầu với việc nhanh chóng thông qua biên bản cuộc họp trước đó của FOMC. Nội dung đầu tiên của chương trình nghị sự là báo cáo của người quản lý hệ thống nghiệp vụ thị trường mở về ngoại tệ và nghiệp vụ thị trường mở trong nước và các vấn đề khác liên quan đến các chủ đề này. Sau khi các thống đốc và chủ tịch Ngân hàng Dự trữ kết thúc việc đặt câu hỏi và thảo luận về các báo cáo này, một cuộc bỏ phiếu sẽ được thực hiện để phê chuẩn chúng.

Bước tiếp theo của cuộc họp là phần trình bày dự báo kinh tế quốc gia chuẩn bị bởi nhân viên Hội đồng do Giám đốc Bộ phận Nghiên cứu và Thống kê của Hội đồng thực hiện. Sau khi các thống đốc và chủ tịch Ngân hàng Dự trữ hỏi giám đốc bộ phận về dự báo, mỗi chủ tịch ngân hàng lần lượt trình bày tổng quan về điều kiện kinh tế ở hạt của mình và đánh giá của ngân hàng về triển vọng quốc gia, và mỗi thống đốc, bao gồm chủ tịch, đưa ra một cái nhìn về triển vọng quốc gia. Theo truyền thống, các nhận xét tránh chủ đề chính sách tiền tệ tại thời điểm này.

Chương trình nghị sự sau đó chuyển sang chính sách tiền tệ hiện hành và điều hành chính sách trong nước. Giám đốc các vấn đề tiền tệ của Hội đồng điều khiển cuộc thảo luận bằng cách phác thảo các kịch bản khác nhau cho các hành động chính sách tiền tệ và có thể mô tả các vấn đề liên quan đến cách thực hiện chính sách tiền tệ. Sau khoảng thời gian hỏi và trả lời, mỗi thành viên FOMC, cũng như các chủ tịch ngân hàng không biểu quyết, bày tỏ quan điểm của mình về chính sách tiền tệ và về tuyên bố chính sách tiền tệ. Sau đó, chủ tọa tóm tắt cuộc thảo luận và đề xuất các từ ngữ cụ thể cho tuyên bố chính sách tiền tệ và chỉ thị về mục tiêu lãi suất quỹ liên bang được chuyển đến bàn giao dịch thị trường mở, chỉ rõ mục tiêu lãi suất quỹ liên bang sẽ được nâng lên hay hạ xuống, chẳng hạn như 1/4 điểm phần trăm, hoặc không thay đổi. Thư ký của FOMC chính thức đọc tuyên bố được đề xuất và các thành viên của FOMC bỏ phiếu.*

Vào lúc 2:15 chiều ngày cuối cùng của cuộc họp, một thông báo công khai được đưa ra về kết quả của cuộc họp: liệu mục tiêu lãi suất quỹ liên bang và lãi suất chiết khấu được nâng lên, hạ xuống hay không; và đánh giá "cán cân rủi ro" trong tương lai, sẽ là lạm phát cao hơn hay nền kinh tế yếu hơn. Thông báo sau cuộc họp là một đổi mới được khởi xướng vào năm 1994. Trước đó, không có thông báo nào như vậy được đưa ra và thị trường phải đoán xem hành động chính sách nào đã được thực hiện. Quyết định công bố thông tin này là một bước đi theo hướng mở hơn của Fed. Một bước tiến xa hơn theo hướng này bắt đầu vào tháng 4 năm 2011: Sau các cuộc họp của FOMC vào tháng 3, tháng 6, tháng 9 và tháng 12, chủ tịch Cục Dự trữ Liên bang tổ chức một cuộc họp báo, trong đó chủ tịch tóm tắt báo chí về các quyết định của FOMC.

*Các quyết định thể hiện trong chỉ thị có thể không được nhất trí, và các quan điểm bất đồng được công khai. Tuy nhiên, ngoại trừ những trường hợp cực kỳ hiếm, lá phiếu của chủ tịch luôn ở bên chiến thắng.

mòng két và Be: Những màu sắc này có ý nghĩa gì tại Fed?") FOMC thực tế thường được gọi là "Fed" trên báo chí. Ví dụ, khi các phương tiện truyền thông đưa tin rằng Fed đang họp, thực ra là FOMC đang họp. Ủy ban bao gồm bảy thành viên của Hội đồng thống đốc, chủ tịch của Ngân hàng Dự trữ Liên bang New York, và chủ tịch của bốn Ngân hàng Dự trữ Liên bang khác. Chủ tịch Hội đồng Thống đốc đồng thời là chủ tịch FOMC. Mặc dù chỉ

Bên trong Fed

Xanh lục, Xanh lam, Xanh mòng két và Be: Những màu sắc này có ý nghĩa gì tại Fed?

Có ba tài liệu nghiên cứu đóng vai trò quan trọng trong quá trình chính sách tiền tệ và tại các cuộc họp của Ủy ban Thị trường Mở Liên bang. Cho đến năm 2010, một dự báo chi tiết trên toàn quốc trong ba năm tới, do Bộ phận Nghiên cứu và Thống kê của Hội đồng Thống đốc Cục Dự trữ Liên bang đưa ra, có bìa màu xanh lục và do đó được gọi là "sách xanh lục". Các dự báo về tổng hợp tiền tệ do Bộ phận tiền tệ của Hội đồng thống đốc soạn thảo, cùng với ba kịch bản thay thế điển hình cho lập trường của chính sách tiền tệ (được dán nhãn A, B và C), được ghi trong "sách xanh lam" có bìa màu xanh lam. Cả hai cuốn sách được phân phát cho tất cả những người tham gia các cuộc họp FOMC. Bắt đầu từ năm 2010, các cuốn sách màu xanh lục và xanh lam được kết hợp thành "sách xanh mòng két" với bìa màu xanh mòng két: Màu xanh mòng két là sự kết hợp của màu xanh lục và màu xanh lam.* "Sách màu be" có bìa màu be do Ngân hàng Dự trữ sản xuất và nêu chi tiết bằng chứng thu thập được từ các cuộc khảo sát hoặc từ các cuộc nói chuyện với các doanh nghiệp và tổ chức tài chính chủ chốt về tình hình nền kinh tế ở mỗi khu vực Cục Dự trữ Liên bang. Đây là cuốn sách duy nhất trong ba cuốn sách được phát hành công khai, và nó thường nhận được rất nhiều sự quan tâm trên báo chí.

có chủ tịch của năm trong số các Ngân hàng Dự trữ Liên bang là thành viên bỏ phiếu của FOMC, bảy chủ tịch khác của các ngân hàng cấp hạt tham dự các cuộc họp của FOMC và tham gia thảo luận. Do đó, họ có một số vai trò trong các quyết định của ủy ban.

Vì trước năm 2008, nghiệp vụ thị trường mở là công cụ chính sách quan trọng nhất mà Fed có để kiểm soát nguồn cung tiền và bởi vì đây là nơi đưa ra các quyết định về **thắt chặt chính sách tiền tệ** (tăng lãi suất quỹ liên bang và lãi suất trả cho dự trữ) hoặc **nới lỏng chính sách tiền tệ** (giảm lãi suất quỹ liên bang và lãi suất trả cho dự trữ) được thực hiện, FOMC phải là đầu mối hoạch định chính sách trong Hệ thống Dự trữ Liên bang. Mặc dù các yêu cầu về dự trữ và lãi suất chiết khấu không thực sự do FOMC đặt ra, nhưng các quyết định liên quan đến các công cụ chính sách này thực tế được đưa ra tại đó, và đây là lý do tại sao Hình 1 có các đường đứt nét cho thấy FOMC "khuyến nghị" các yêu cầu dự trữ và lãi suất chiết khấu. FOMC không thực sự thực hiện việc mua hoặc bán chứng khoán. Thay vào đó, nó ban hành các chỉ thị cho phòng giao dịch tại Ngân hàng Dự trữ Liên bang New York, nơi người quản lý các nghiệp vụ thị trường mở trong nước giám sát một số lượng lớn những người mua và bán chứng khoán của chính phủ hoặc đại lý. Người quản lý trao đổi hàng ngày với các thành viên FOMC và nhân viên của họ về các hoạt động của bàn giao dịch.

Tại sao Chủ tịch Hội đồng Thống đốc mới thực sự là người cầm cái

Thoạt nhìn, chủ tịch Hội đồng thống đốc chỉ là một trong 12 thành viên có quyền biểu quyết của FOMC và không có thẩm quyền hợp pháp để thực hiện quyền kiểm soát đối với cơ quan này. Vậy tại sao giới truyền thông lại chú ý đến từng lời chủ tịch phát ra? Chủ tịch có thực sự là người chịu trách nhiệm chính tại Fed? Nếu đúng, tại sao chủ tịch lại quyền lực như vậy?

Chính xác chủ tịch là người cầm cái. Ông/bà ấy là người phát ngôn của Fed và đàm phán với Quốc hội và tổng thống Hoa Kỳ. Chủ tịch cũng thực hiện quyền kiểm soát bằng

cách thiết lập chương trình nghị sự của Hội đồng quản trị và các cuộc họp FOMC và bằng cách tác động đến Hội đồng quản trị bằng cả tầm vóc và cá tính của mình. Các chủ tịch Hội đồng thống đốc (bao gồm Marriner S. Eccles, William McChesney Martin Jr., Arthur Burns, Paul A. Volcker, Alan Greenspan, Ben Bernanke và Janet Yellen) thường có cá tính mạnh mẽ và nắm giữ quyền lực lớn.

Chủ tịch cũng thực thi quyền lực bằng cách giám sát đội ngũ nhân viên của Hội đồng gồm các nhà kinh tế và cố vấn chuyên môn. Do đội ngũ nhân viên thu thập thông tin cho Hội đồng và thực hiện các phân tích mà Hội đồng sẽ sử dụng trong các quyết định của mình, nên những thông tin đó có một số ảnh hưởng đến chính sách tiền tệ. Ngoài ra, trong quá khứ, bản thân một số người được bổ nhiệm vào Hội đồng xuất phát từ nhóm chuyên môn, khiến ảnh hưởng của vị chủ tịch này thậm chí còn lan rộng và lâu dài hơn nhiệm kỳ 4 năm. Phong cách của chủ tịch cũng rất quan trọng, như gợi ý ở hộp Bên trong Fed, "Phong cách của Chủ tịch Quỹ Dự trữ Liên bang: Bernanke và Yellen vs. Greenspan".

Bên trong Fed

Phong cách của các chủ tịch Cục Dự trữ Liên bang: Bernanke và Yellen vs. Greenspan

Mỗi chủ tịch của Cục Dự trữ Liên bang có một phong cách khác nhau và những phong cách này ảnh hưởng đến cách thức đưa ra các quyết định chính sách tại Fed. Đã có nhiều cuộc thảo luận về việc hai chủ tịch gần đây của Fed, cựu chủ tịch Ben Bernanke và chủ tịch hiện tại Janet Yellen, khác với Alan Greenspan, người đã giữ chức chủ tịch Hội đồng dự trữ liên bang trong 19 năm, từ năm 1987 đến năm 2006 như thế nào.

Alan Greenspan thống trị Fed theo cách không giống bất kỳ người tiền nhiệm nào. Nền tảng của ông rất khác so với Bernanke và Yellen, những người đã dành phần lớn thời gian đầu của sự nghiệp cho học thuật. Greenspan, một môn đồ của Ayn Rand*, là một người ủng hộ mạnh mẽ chủ nghĩa tư bản tự do và đứng đầu một công ty tư vấn kinh tế rất thành công, Townsend-Greenspan. Greenspan chưa bao giờ là một nhà kinh tế lý thuyết, ông nổi tiếng hơn với việc đắm mình trong số liệu — theo đúng nghĩa đen, vì ông được biết đến là người luôn đọc số liệu trong bồn tắm của mình vào đầu ngày — và thường tập trung vào chuỗi số liệu khá mù mờ để đưa ra dự báo của mình. Do đó, Greenspan không chỉ dựa vào dự báo của các nhân viên Hội đồng Dự trữ Liên bang trong việc đưa ra các quyết định chính sách của mình. Một ví dụ nổi bật đã xảy ra vào năm 1997, khi các nhân viên của Hội đồng dự báo lạm phát tăng cao, điều này sẽ dẫn đến chính sách tiền tệ thắt chặt. Tuy nhiên, Greenspan tin rằng lạm phát sẽ không tăng và thuyết phục FOMC không thắt chặt chính sách tiền tệ. Thực tế chứng minh Greenspan đã đúng và được giới truyền thông mệnh danh là "bậc thầy".

Bernanke thì khác, trước khi đến Washington với tư cách là thống đốc của Fed vào năm 2002, và trước khi trở thành chủ tịch của Hội đồng cố vấn kinh tế vào năm 2005 và chủ tịch Fed vào năm 2006, đã dành toàn bộ sự nghiệp của mình với tư cách là một giáo sư, đầu tiên là ở Trường Kinh doanh của Đại học Stanford và sau đó là Khoa Kinh tế tại Đại học Princeton, nơi ông trở thành chủ nhiệm khoa. Tương tự, Janet Yellen là giáo sư trong 20 năm, đầu tiên tại Đại học Harvard và sau đó là Đại học California, trước khi làm việc cho Hệ thống Dự trữ Liên bang với tư cách là thành viên của Hội đồng Thống đốc từ năm 1994 đến năm 1997. Bà từng là chủ tịch Ngân hàng Dự trữ Liên bang San Francisco từ năm 2004 đến năm 2010, và sau đó là phó chủ tịch của Cục Dự trữ Liên bang từ năm 2010 đến năm 2014. Bởi vì Bernanke và Yellen không nổi bật với khả năng dự báo kinh tế, các dự báo của nhân viên Hội đồng hiện đóng vai trò lớn hơn nhiều trong quá trình ra quyết định tại FOMC. Trái ngược với Greenspan, xuất thân của Bernanke và Yellen là những nhà kinh tế học hàng đầu đã khiến họ tập trung vào phân tích trong việc đưa ra quyết định của mình. Do đó, mô hình mô phỏng trở thành công cụ quan trọng trong việc hướng dẫn các cuộc thảo luận chính sách.

Phong cách thảo luận chính sách cũng đã thay đổi với những chủ tịch gần đây. Greenspan thực hiện quyền kiểm soát sâu rộng đối với cuộc thảo luận tại

* Ayn Rand là triết gia, nhà văn người Mỹ gốc Nga - người khai sinh ra chủ nghĩa khách quan. Greenspan cũng là một người tin tưởng vào học thuyết này.

FOMC. Trong thời kỳ Greenspan, cuộc thảo luận diễn ra chính thức, với mỗi người tham gia phát biểu sau khi được thư ký của FOMC đưa vào danh sách. Dưới thời Bernanke và bây giờ là Yellen, sự qua lại trở nên phổ biến hơn. Cả hai chủ tịch đều khuyến khích cái gọi là can thiệp hai tay. Khi một thành viên muốn xé vòng đặt câu hỏi hoặc nêu ý kiến về điều gì đó mà một thành viên khác vừa nói, họ sẽ giơ hai tay lên và sau đó được chủ tịch ghi nhận và yêu cầu phát biểu.

Thứ tự của cuộc thảo luận tại FOMC cũng đã thay đổi, theo một cách rất tinh tế nhưng cực kỳ quan trọng. Dưới thời Greenspan, sau khi các thành viên FOMC khác bày tỏ quan điểm của họ về nền kinh tế, Greenspan sẽ trình bày quan điểm của mình về tình hình nền kinh tế và sau đó đưa ra khuyến nghị về quá trình hành động chính sách tiền tệ. Giao thức này yêu cầu những người tham gia khác chỉ đồng ý hoặc không đồng ý với khuyến nghị của Greenspan trong vòng thảo luận sau về chính sách tiền tệ. Ngược lại, Bernanke thường không, và cả Yellen cũng thường không đưa ra khuyến nghị về chính sách tiền tệ ngay sau khi các thành viên FOMC khác bày tỏ quan điểm của họ về nền kinh tế. Thay vào đó, họ sẽ tóm tắt những gì họ đã nghe từ những người tham gia khác, đưa ra một số nhận xét của riêng họ và sau đó đợi cho đến khi họ nghe xong quan điểm của tất cả những người tham gia khác trước khi đưa ra khuyến nghị chính sách tiền tệ. Theo quy trình của Greenspan, chủ tịch đưa ra khá nhiều quyết định về chính sách, trong khi Bernanke đã và Yellen đang ủng hộ các quy trình dân chủ hơn và cho phép những người tham gia có ảnh hưởng lớn hơn đến lá phiếu của chủ tịch.

Một sự khác biệt lớn trong phong cách của những chủ tịch là về độ rõ ràng. Greenspan nổi tiếng là người lờ mờ, và thậm chí còn châm biếm tại một phiên điều trần quốc hội, "Tôi đoán tôi nên cảnh báo bạn, nếu ý của tôi trở nên đặc biệt rõ ràng, bạn có thể đang hiểu sai những gì tôi đã nói." Bernanke và Yellen, mặt khác, cố gắng nói đặc biệt rõ ràng. Mặc dù những tiến bộ về tính minh bạch đã được thực hiện dưới thời Greenspan, ông chỉ áp dụng giao tiếp rõ ràng một cách miễn cưỡng. Bernanke và Yellen là những người ủng hộ mạnh mẽ hơn nhiều về tính minh bạch. Họ đã ủng hộ việc Fed công bố mục tiêu lạm phát của mình (xem Chương 16) và đã đưa ra các sáng kiến lớn trong nỗ lực tăng cường tính minh bạch của Fed (như thảo luận trong hộp Bên trong Fed, "Sự phát triển của Chiến lược Truyền thông của Fed").

FED ĐỘC LẬP TỚI MỨC NÀO?

Khi xem xét, trong ba chương tiếp theo, về cách Cục Dự trữ Liên bang thực hiện chính sách tiền tệ, chúng ta sẽ muốn biết tại sao Fed quyết định thực hiện một trong số các hành động chính sách. Để hiểu các hành động của Fed, chúng ta phải hiểu các động lực thúc đẩy hành vi của Fed. Làm thế nào để Fed thoát khỏi áp lực của tổng thống và quốc hội? Fed có tính tới những cân nhắc về kinh tế, bộ máy hay chính trị không? Fed có thực sự độc lập với các áp lực bên ngoài không?

Stanley Fischer, từng là giáo sư tại MIT và sau đó là Phó chủ tịch Cục Dự trữ Liên bang, đã xác định hai loại độc lập khác nhau của các ngân hàng trung ương: **độc lập về công cụ**, khả năng của ngân hàng trung ương trong việc thiết lập các công cụ chính sách tiền tệ và **độc lập về mục tiêu**, khả năng của ngân hàng trung ương trong việc thiết lập các mục tiêu của chính sách tiền tệ. Cục Dự trữ Liên bang có cả hai loại độc lập và hoàn toàn không bị áp lực chính trị đến từ các cơ quan chính phủ khác. Không chỉ các thành viên của Hội đồng thống đốc được bổ nhiệm với nhiệm kỳ 14 năm (và do đó không thể bị cách chức) mà về mặt kỹ thuật, nhiệm kỳ này cũng không thể gia hạn, loại bỏ một số động cơ để các thống đốc có thể thiên vị tổng thống và Nghị viện.

Có lẽ điều quan trọng hơn nữa đối với sự tự do của Fed trước những ý tưởng bất chợt của Quốc hội là nguồn thu độc lập và đáng kể của Fed từ việc nắm giữ chứng khoán và, ở mức độ thấp hơn, từ các khoản cho vay ngân hàng. Ví dụ, trong năm 2016, Fed đã có thu nhập ròng sau các khoản chi là 93 tỷ đô la - một khoản kkhá lớn! Bởi vì Fed trả lại phần lớn các khoản thu nhập này cho Kho bạc, họ không làm giàu từ các hoạt động của mình, nhưng khoản thu nhập này mang lại cho Fed một lợi thế quan trọng so với các cơ quan

chính phủ khác: Họ không phải tuân theo quy trình trích lập, thường do Quốc hội kiểm soát. Văn phòng Kế toán Tổng hợp, cơ quan kiểm toán của chính phủ liên bang, không thể kiểm toán chính sách tiền tệ hoặc các chức năng thị trường ngoại hối của Cục Dự trữ Liên bang. Bởi vì quyền lực kiểm soát hầu bao thường đồng nghĩa với quyền lực kiểm soát tổng thể, đặc điểm này của Hệ thống Dự trữ Liên bang góp phần vào sự độc lập của họ hơn bất kỳ yếu tố nào khác.

Tuy nhiên, Cục Dự trữ Liên bang vẫn phải chịu ảnh hưởng của Quốc hội, bởi vì luật quy định cấu trúc Fed được tạo ra bởi Quốc hội và có thể bị thay đổi bất cứ lúc nào. Khi các nhà lập pháp không hài lòng với cách điều hành chính sách tiền tệ của Fed, họ thường đe dọa làm suy yếu tính độc lập của Fed. Một ví dụ gần đây là dự luật do Dân biểu Ron Paul tài trợ vào năm 2009. Dự luật ủng hộ việc đưa các hành động chính sách tiền tệ của Fed vào kiểm toán của Văn phòng Kế toán Tổng hợp (GAO- General Accounting Office). Những mối đe dọa như thế này là một cây gậy răn đe đầy quyền lực, và chúng chắc chắn có một số tác dụng trong việc giữ cho Fed không đi quá xa so với mong muốn của quốc hội.

Quốc hội cũng đã thông qua luật để Cục Dự trữ Liên bang có trách nhiệm hơn đối với các hành động của mình. Theo Đạo luật Humphrey-Hawkins năm 1978 và luật sau này, Cục Dự trữ Liên bang được yêu cầu phát hành Báo cáo Chính sách Tiền tệ cho Quốc hội 6 tháng một lần, với chứng nhận kèm theo của Chủ tịch Hội đồng Thống đốc, để giải thích việc thực hiện chính sách tiền tệ nhất quán như thế nào với các mục tiêu được vạch ra bởi Đạo luật Dự trữ Liên bang.

Tổng thống cũng có thể tác động đến Cục Dự trữ Liên bang. Bởi vì luật pháp của Quốc hội có thể ảnh hưởng trực tiếp đến Fed hoặc ảnh hưởng đến khả năng điều hành chính sách tiền tệ của Fed, tổng thống có thể là một đồng minh mạnh mẽ thông qua ảnh hưởng của mình đối với Quốc hội. Thứ hai, mặc dù bề ngoài tổng thống có thể chỉ bổ nhiệm một hoặc hai thành viên vào Hội đồng thống đốc trong mỗi nhiệm kỳ tổng thống, nhưng trên thực tế, tổng thống chỉ định các thành viên thường xuyên hơn nhiều. Một lý do là hầu hết các thống đốc không phục vụ đủ nhiệm kỳ 14 năm. (Lương của các thống đốc về cơ bản thấp hơn nhiều so với mức lương mà họ có thể kiếm được trong khu vực tư nhân hoặc thậm chí tại các trường đại học, do đó họ có thừa động lực để quay trở lại học viện hoặc nhận các công việc trong khu vực tư nhân trước khi hết nhiệm kỳ.) Ngoài ra, tổng thống có thể chỉ định một chủ tịch mới của Hội đồng quản trị bốn năm một lần, và một chủ tịch không được bổ nhiệm lại dự kiến sẽ rút lui khỏi hội đồng để một thành viên mới có thể được bổ nhiệm.

Tuy nhiên, quyền lực mà tổng thống được hưởng thông qua việc bổ nhiệm thành viên Hội đồng thống đốc bị hạn chế. Vì nhiệm kỳ của chủ tịch không nhất thiết phải đồng thời với nhiệm kỳ của tổng thống, tổng thống có thể phải đối phó với chủ tịch Hội đồng thống đốc đã được chính quyền trước đó bổ nhiệm. Ví dụ, Alan Greenspan được Tổng thống Ronald Reagan bổ nhiệm vào ghế Chủ tịch năm 1987 và được bổ nhiệm lại nhiệm kỳ khác bởi tổng thống Đảng Cộng hòa, George H. W. Bush, vào năm 1992. Khi Bill Clinton, một đảng viên Dân chủ, trở thành tổng thống năm 1993, Greenspan còn vài năm nữa là hết nhiệm kỳ của mình. Clinton đã bị áp lực rất lớn trong việc tái bổ nhiệm Greenspan khi nhiệm kỳ của ông hết hạn và đã làm như vậy vào năm 1996 và một lần nữa vào năm 2000, mặc dù Greenspan là một đảng viên Cộng hòa.[2] George W. Bush, một đảng viên Cộng hòa, sau đó tái bổ nhiệm Greenspan vào năm 2004, trong khi Barack Obama, một Đảng viên Đảng Dân chủ, tái bổ nhiệm Ben Bernanke, một thành viên Đảng Cộng hòa, năm 2010.

[2]Tương tự, William McChesney Martin Jr., chủ tịch từ năm 1951 đến năm 1970, được bổ nhiệm bởi Tổng thống Truman (DC) nhưng đã được bổ nhiệm lại bởi các Tổng thống Eisenhower (CH), Kennedy (DC), Johnson (DC), Và Nixon (CH). Ngoài ra, Paul Volcker, chủ tịch từ năm 1979 đến năm 1987, được bổ nhiệm bởi Tổng thống Carter (DC) Nhưng đã được bổ nhiệm lại bởi Tổng thống Reagan (CH). Ben Bernanke được Tổng thống Bush bổ nhiệm (CH) nhưng đã được Tổng thống Obama (DC) Bổ nhiệm lại.

Bạn có thể thấy rằng Cục Dự trữ Liên bang là một cơ quan chính phủ có sự độc lập đặc biệt. Tuy nhiên, Fed không tránh khỏi áp lực chính trị. Để hiểu được hành vi của Fed, cần thấy rằng sự ủng hộ của công chúng đối với các hành động của Cục Dự trữ Liên bang đóng một vai trò rất quan trọng trong các quyết định của họ.[3]

FED CÓ NÊN ĐỘC LẬP KHÔNG?

Như chúng ta đã thấy, Cục Dự trữ Liên bang có lẽ là cơ quan chính phủ độc lập nhất ở Hoa Kỳ; các ngân hàng trung ương ở hầu hết các quốc gia khác cũng có mức độ độc lập tương tự. Cứ vài năm một lần, Quốc hội lại đặt ra câu hỏi liệu có nên cắt giảm sự độc lập mà Fed được trao hay không. Các chính trị gia phản đối mạnh mẽ một chính sách nào đó của Fed thường muốn đặt Fed dưới sự giám sát của họ để áp đặt chính sách theo ý họ nhiều hơn. Liệu Fed có nên độc lập, hay tốt hơn là chúng ta nên có một ngân hàng trung ương dưới sự kiểm soát của tổng thống hoặc Quốc hội?

Lập luận ủng hộ sự độc lập

Lập luận ủng hộ mạnh mẽ nhất cho một ngân hàng trung ương độc lập dựa trên quan điểm rằng việc để ngân hàng này chịu nhiều áp lực chính trị hơn sẽ dẫn đến thiên hướng lạm phát trong chính sách tiền tệ. Theo quan điểm của nhiều nhà quan sát, các chính trị gia trong một xã hội dân chủ luôn nhìn ngắn hạn vì họ bị thúc đẩy bởi nhu cầu giành chiến thắng trong cuộc bầu cử tiếp theo. Với việc coi đây là mục tiêu chính, họ khó có thể tập trung vào các mục tiêu dài hạn như thúc đẩy mức giá ổn định. Thay vào đó, họ sẽ tìm kiếm các giải pháp ngắn hạn cho các vấn đề như tỷ lệ thất nghiệp cao và lãi suất cao, ngay cả khi các giải pháp ngắn hạn có hậu quả lâu dài không mong muốn. Ví dụ, chúng ta đã thấy trong Chương 5 rằng tăng trưởng tiền cao ban đầu có thể dẫn đến giảm lãi suất nhưng sau đó có thể làm tăng lãi suất, do lạm phát nóng lên. Liệu một Cục Dự trữ Liên bang dưới sự kiểm soát của Quốc hội hoặc tổng thống có nhiều khả năng theo đuổi chính sách tăng trưởng tiền quá mức khi lãi suất cao, mặc dù chính sách như vậy cuối cùng sẽ dẫn đến lạm phát và thậm chí lãi suất cao hơn trong tương lai hay không? Những người ủng hộ một Cục Dự trữ Liên bang độc lập nói có. Họ tin rằng một Fed được cách ly về mặt chính trị có nhiều khả năng quan tâm đến các mục tiêu dài hạn và do đó có nhiều khả năng bảo vệ một đồng đô la ổn định và mức giá ổn định.

Một biến thể của lập luận trước đó là quá trình chính trị ở Mỹ có thể dẫn đến một **chu kỳ kinh doanh chính trị**, trong đó ngay trước cuộc bầu cử, các chính sách mở rộng được theo đuổi để giảm tỷ lệ thất nghiệp và lãi suất. Sau cuộc bầu cử, những tác động xấu của những chính sách này - lạm phát cao và lãi suất cao - trở thành nguyên nhân, đòi hỏi những chính sách đối ứng mà các chính trị gia hy vọng công chúng sẽ quên trước cuộc bầu cử tiếp theo. Có một số bằng chứng cho thấy một chu kỳ kinh doanh chính trị như vậy tồn tại ở Hoa Kỳ và việc đặt Cục Dự trữ Liên bang dưới sự kiểm soát của Quốc hội hoặc tổng thống có thể làm cho chu kỳ này rõ ràng hơn.

[3] Để có cái nhìn sâu hơn về cách Fed đã tương tác với công chúng và các chính trị gia, đọc Bob Woodward, Maestro: Greenspan's Fed and the American Boom (New York: Simon and Schuster, 2000) and David Wessel, In Fed We Trust (New York: Random House, 2009).

Đặt Fed dưới sự kiểm soát của Kho bạc (và do đó khiến họ chịu ảnh hưởng nhiều hơn của tổng thống) cũng được coi là nguy hiểm vì Fed có thể được sử dụng để tạo điều kiện cho Kho bạc tài trợ cho các khoản thâm hụt ngân sách lớn bằng cách mua trái phiếu kho bạc.[4] Áp lực từ kho bạc lên Fed để Fed "giúp đỡ" có thể dẫn đến lạm phát nhiều hơn. Một Fed độc lập có khả năng chống lại áp lực này tốt hơn.

Một lập luận khác cho sự độc lập của ngân hàng trung ương là việc kiểm soát chính sách tiền tệ là quá quan trọng để giao vào tay các chính trị gia, những người đã nhiều lần chứng tỏ sự thiếu chuyên môn trong việc đưa ra các quyết định cứng rắn về các vấn đề có tầm quan trọng lớn về kinh tế, chẳng hạn như giảm thâm hụt ngân sách hoặc cải cách hệ thống ngân hàng. Lập luận này cũng có thể được thể hiện qua vấn đề người sở hữu – người đại diện được thảo luận trong các Chương 8, 10 và 12. Cả Cục Dự trữ Liên bang và các chính trị gia đều là người đại diện của công chúng (những người sở hữu), và cả các chính trị gia và Fed đều có động cơ hành động vì lợi ích riêng của họ hơn là vì lợi ích của công chúng. Lập luận ủng hộ sự độc lập của Cục Dự trữ Liên bang là vấn đề người sở hữu – người đại diện sẽ tồi tệ hơn ở các chính trị gia hơn là ở Fed vì các chính trị gia có ít động lực để hành động vì lợi ích công cộng hơn.

Một số chính trị gia thích một Fed độc lập bởi vì nó có thể được sử dụng như một "quân tốt thí" công khai để giảm bớt phần nào sức ép của họ. Có thể một chính trị gia thực sự phản đối chính sách tiền tệ lạm phát, nhưng buộc phải ủng hộ chính sách như vậy trước công chúng vì lo không được bầu lại. Một Fed độc lập có thể theo đuổi các chính sách không được ưa chuộng về mặt chính trị nhưng cuối cùng vẫn vì lợi ích công.

Lập luận chống lại sự độc lập

Những người ủng hộ Fed dưới sự kiểm soát của tổng thống hoặc Quốc hội cho rằng việc để chính sách tiền tệ (ảnh hưởng đến hầu hết mọi người trong nền kinh tế) được kiểm soát bởi một nhóm ưu tú không phải chịu trách nhiệm trước ai là không dân chủ. Sự thiếu trách nhiệm giải trình hiện tại của Cục Dự trữ Liên bang gây ra hậu quả nghiêm trọng: Nếu Fed hoạt động không tốt, sẽ không có điều khoản nào để thay thế các thành viên (như đối với các chính trị gia). Đúng là Fed cần theo đuổi các mục tiêu dài hạn, nhưng các thành viên được bầu của Quốc hội cũng bỏ phiếu về các vấn đề dài hạn (ví dụ, chính sách đối ngoại). Nếu chúng ta đẩy mạnh lập luận rằng chính sách luôn được thực hiện tốt hơn bởi các nhóm ưu tú như Fed, thì chúng ta sẽ đưa ra những kết luận như "Tham mưu trưởng liên quân nên xác định ngân sách quân sự" hoặc "IRS nên đặt ra các chính sách thuế mà không cần sự giám sát của tổng thống hoặc Quốc hội." Bạn có ủng hộ mức độ độc lập như thế cho các Tham mưu trưởng hay IRS?

Công chúng yêu cầu tổng thống và Quốc hội chịu trách nhiệm về nền kinh tế của đất nước, nhưng lại thiếu sự kiểm soát đối với nhân tố quan trọng nhất trong việc xác định sức khỏe của nền kinh tế. Ngoài ra, để đạt được một chương trình gắn kết thúc đẩy ổn định kinh tế, chính sách tiền tệ phải được phối hợp với chính sách tài khóa (quản lý chi tiêu của chính phủ và thuế). Chỉ bằng cách đặt chính sách tiền tệ dưới sự kiểm soát của các chính trị gia, những người cũng kiểm soát chính sách tài khóa thì hai chính sách này mới có thể ngăn chặn được sự chồng chéo.

[4]Đạo luật Dự trữ Liên bang cấm Fed mua trái phiếu kho bạc trực tiếp từ Kho bạc (ngoại trừ chuyển nhượng chứng khoán đáo hạn); thay vào đó, Fed mua trái phiếu kho bạc trên thị trường mở. Có thể một lý do cho sự cấm đoán này phù hợp với lập luận ở trên: Fed sẽ khó tạo điều kiện cho Kho bạc tài trợ cho các khoản thâm hụt ngân sách lớn.

Một lập luận khác chống lại sự độc lập của Cục Dự trữ Liên bang là về mặt lịch sử, một Cục Dự trữ Liên bang độc lập không phải lúc nào cũng sử dụng thành công quyền tự do của mình. Fed đã thất bại thảm hại trong vai trò là người cho vay cuối cùng trong thời kỳ Đại Khủng hoảng và sự độc lập của họ chắc chắn không ngăn cản Fed theo đuổi một chính sách tiền tệ quá mở rộng trong những năm 1960 và 1970 đã góp phần gây ra lạm phát nhanh chóng trong giai đoạn này.

Thảo luận trước đó của chúng ta cũng cho thấy rằng Cục Dự trữ Liên bang không tránh khỏi các áp lực chính trị. Sự độc lập có thể khuyến khích họ theo đuổi một lộ trình có tính tư lợi, hẹp hơn so với những hành động vì lợi ích công cộng.

Vẫn chưa có đồng thuận nào về việc liệu sự độc lập của ngân hàng trung ương có phải là một điều tốt hay không, mặc dù sự ủng hộ của công chúng đối với sự độc lập của ngân hàng trung ương dường như đang tăng lên ở cả Hoa Kỳ và nước ngoài. Ta có thể đoán, những người thích các chính sách của Fed có nhiều khả năng ủng hộ sự độc lập của họ, trong khi những người không thích các chính sách của Fed lại ủng hộ một Fed ít độc lập hơn.

Sự độc lập của Ngân hàng Trung ương và hiệu quả kinh tế vĩ mô trên toàn thế giới

Chúng ta đã thấy rằng những người ủng hộ một ngân hàng trung ương độc lập tin rằng hoạt động kinh tế vĩ mô sẽ được cải thiện bằng cách làm cho ngân hàng trung ương độc lập hơn. Có vẻ các bằng chứng thực chứng ủng hộ phỏng đoán này: Khi các ngân hàng trung ương được xếp hạng từ ít độc lập nhất đến độc lập nhất, hiệu suất lạm phát được cho là tốt nhất đối với các quốc gia có các ngân hàng trung ương độc lập nhất. Mặc dù một ngân hàng trung ương độc lập hơn có vẻ dẫn tới tỷ lệ lạm phát thấp hơn, nhưng điều này không đi kèm với chi phí là hoạt động kinh tế thực tế kém hơn. Các quốc gia có ngân hàng trung ương độc lập sẽ không có tỷ lệ thất nghiệp cao hoặc biến động sản lượng lớn hơn các quốc gia có ngân hàng trung ương ít độc lập hơn.

GIẢI THÍCH HÀNH VI CỦA NGÂN HÀNG TRUNG ƯƠNG

Một quan điểm về hành vi công quyền của chính phủ cho rằng các cơ quan công quyền phục vụ lợi ích công (đây gọi là *quan điểm lợi ích công*). Tuy nhiên, một số nhà kinh tế đã phát triển một lý thuyết về hành vi công quyền trong đó nhấn mạnh đến các yếu tố khác ảnh hưởng đến hoạt động của bộ máy công quyền. *Lý thuyết về hành vi công quyền* cho rằng mục tiêu của bộ máy công quyền là tối đa hóa phúc lợi của chính họ, giống như hành vi của người tiêu dùng được thúc đẩy bởi mong muốn tối đa hóa phúc lợi cá nhân và hành vi của một công ty được thúc đẩy bởi mong muốn tối đa hóa lợi nhuận. Phúc lợi của một bộ máy công quyền có liên quan đến quyền lực và uy tín của nó. Do đó, lý thuyết này cho rằng một yếu tố quan trọng ảnh hưởng đến hành vi của ngân hàng trung ương là mong muốn tăng cường quyền lực và uy tín của ngân hàng trung ương.

Xuất phát từ quan điểm cụ thể của một ngân hàng trung ương như Fed ta có thể dự báo điều gì? Một là Cục Dự trữ Liên bang sẽ chiến đấu mạnh mẽ để bảo toàn quyền tự chủ của mình, một dự đoán đã được kiểm chứng hết lần này đến lần khác khi Fed liên tục phản công các nỗ lực của Quốc hội nhằm kiểm soát ngân sách của mình. Trên thực tế, khả năng kêu gọi vận động hành lang của Fed từ các chủ ngân hàng và doanh nhân để duy trì sự độc lập khi bị đe dọa là phi thường.

Bên trong Fed Sự phát triển chiến lược truyền thông của Fed

Như lý thuyết về hành vi công quyền dự đoán, Fed có động lực để che giấu công chúng và các chính trị gia hành động của mình để tránh xung đột với họ. Trong quá khứ, động cơ này dẫn đến xu hướng giữ bí mật trong nội bộ Fed. Như một cựu quan chức của Fed đã nhận xét, "rất nhiều nhân viên sẽ thừa nhận rằng nó [sự bí mật] được thiết kế để bảo vệ Fed khỏi sự giám sát chính trị."* Ví dụ, Fed đã từng tích cực bảo vệ việc chậm trễ công bố các chỉ thị của FOMC cho Quốc hội và công chúng. Tuy nhiên, như chúng ta đã biết, vào năm 1994, Fed bắt đầu công bố chỉ thị FOMC ngay sau mỗi cuộc họp FOMC. Năm 1999, Fed cũng bắt đầu ngay lập tức công bố "thiên hướng" mà chính sách tiền tệ có thể sẽ đi theo, sau này được gọi là sự cân bằng rủi ro trong nền kinh tế. Năm 2002, Fed bắt đầu công bố kết quả bỏ phiếu về mục tiêu lãi suất quỹ liên bang tại cuộc họp FOMC. Vào tháng 12 năm 2004, Fed đã dời ngày phát hành biên bản các cuộc họp của FOMC từ sáu tuần sau cuộc họp (chính sách trước đây) lên ba tuần sau cuộc họp.

Fed đã tăng cường tính minh bạch một cách đáng kể trong những năm gần đây nhưng lại chậm hơn so với nhiều ngân hàng trung ương khác. Một xu hướng quan trọng hướng tới sự minh bạch hơn là việc ngân hàng trung ương công bố một con số mục tiêu cụ thể cho lạm phát, thường được gọi là lạm phát mục tiêu, sẽ được thảo luận trong Chương 16. Alan Greenspan đã phản đối mạnh mẽ việc Fed đi theo hướng này, nhưng cựu chủ tịch Ben Bernanke và chủ tịch hiện tại Janet Yellen, người trước đây là chủ tịch tiểu ban nội bộ của Cục Dự trữ Liên bang để xuất các chính sách truyền thông mới, được ưa thích hơn nhiều, vì đã ủng hộ việc công bố mục tiêu lạm phát bằng số cụ thể trong các bài viết và bài phát biểu của họ.

Vào tháng 11 năm 2007, Cục Dự trữ Liên bang đã công bố những cải tiến lớn đối với chiến lược truyền thông của mình. Thứ nhất, ngưỡng dự báo cho các dự báo của FOMC theo "chính sách phù hợp" đối với lạm phát, thất nghiệp và tăng trưởng GDP, được quy định trong luật Humphrey-Hawkins năm 1978, đã được kéo dài từ hai năm dương lịch lên ba năm, với các dự báo dài hạn được bổ sung vào năm 2009. Năm 2011, Fed đã thông báo về một động thái tiếp theo nhằm tăng cường tính minh bạch: Sau các cuộc họp của FOMC vào tháng 3, tháng 6, tháng 9 và tháng 12, chủ tịch Cục Dự trữ Liên bang sẽ tổ chức một cuộc họp báo nêu các quyết định của FOMC. Mục tiêu của cuộc họp báo là nâng cao tính rõ ràng và kịp thời của các thông tin về chính sách tiền tệ của Cục Dự trữ Liên bang.

Bắt đầu từ tháng 8 năm 2011, Fed đưa ra hướng dẫn về mục tiêu cho lãi suất quỹ liên bang với các tuyên bố của FOMC thường chỉ định các mức lãi suất quỹ liên bang có khả năng xảy ra vào các ngày lịch cụ thể. Bắt đầu từ tháng 1 năm 2012, FOMC đã cung cấp thêm thông tin về xu hướng tương lai của lãi suất chính sách bằng cách thêm vào các dự báo của mình những dự báo của các thành viên FOMC về mức mục tiêu phù hợp đối với lãi suất quỹ liên bang. Cũng tại cuộc họp, FOMC đã thông qua mục tiêu lạm phát 2% để cải thiện việc kiểm soát lạm phát bằng cách duy trì kỳ vọng lạm phát một cách chắc chắn hơn.

*Trích trong "Monetary Zeal: How the Federal Reserve Under Volcker Finally Slowed Down Inflation," Wall Street Journal, December 7, 1984, p. 23.

Một dự đoán khác là Cục Dự trữ Liên bang sẽ cố gắng tránh xung đột với các nhóm quyền lực có thể đe dọa cắt giảm quyền lực và giảm quyền tự chủ của họ. Theo kịch bản này, hành vi của Fed có thể có nhiều dạng. Fed có thể chậm tăng lãi suất để làm dịu các biến động lãi suất vì họ muốn tránh xung đột với tổng thống và Quốc hội về việc tăng lãi suất. Mong muốn tránh xung đột với Quốc hội và tổng thống cũng có thể giải thích lý do tại sao trong quá khứ, Fed đã không theo đuổi sự minh bạch (đọc hộp Bên trong Fed, "Sự phát triển của Chiến lược truyền thông của Fed").

Mong muốn nắm giữ càng nhiều quyền lực càng tốt của Fed cũng giải thích lý do tại sao Fed quyết liệt theo đuổi chiến dịch giành quyền kiểm soát nhiều ngân hàng hơn. Chiến dịch đạt đến đỉnh điểm là luật mở rộng thẩm quyền yêu cầu dự trữ của Fed cho tất cả các ngân hàng (không chỉ các ngân hàng thương mại thành viên) vào năm 1987.

Có thể lý thuyết về hành vi công quyền áp dụng được cho các hành động của Cục Dự trữ Liên bang, nhưng chúng ta cần thừa nhận rằng quan điểm cho rằng Fed chỉ quan tâm đến tư lợi của mình là quá cực đoan. Tối đa hóa phúc lợi của bản thân không loại trừ lòng vị tha. (Bạn có thể hào phóng với một tổ chức từ thiện vì điều đó khiến bạn cảm thấy hài lòng về bản thân, nhưng trong quá trình đó, bạn đang làm một việc tốt vì người khác.) Fed chắc chắn quan tâm đến việc thực hiện chính sách tiền tệ vì lợi ích công. Tuy nhiên, có nhiều bất định và bất đồng về những yêu cầu đối với chính sách tiền tệ đó.[5]

Khi không rõ chính sách nào sẽ phục vụ tốt nhất lợi ích công chúng, các động cơ khác có thể ảnh hưởng đến hành vi của Fed. Trong những tình huống này, lý thuyết về hành vi công quyền có thể là một gợi ý hữu ích trong việc dự đoán động cơ đằng sau các hành động của Fed và các ngân hàng trung ương khác.

CƠ CẤU VÀ SỰ ĐỘC LẬP CỦA NGÂN HÀNG TRUNG ƯƠNG CHÂU ÂU

Cho đến gần đây, Cục Dự trữ Liên bang không có đối thủ về tầm quan trọng của họ trong thế giới ngân hàng trung ương. Tuy nhiên, tình hình này đã thay đổi vào tháng 1 năm 1999 với việc đi vào chính thức hoạt động của Ngân hàng Trung ương Châu Âu (ECB) và Hệ thống các Ngân hàng Trung ương Châu Âu (ESCB), hiện đang thực thi chính sách tiền tệ cho các nước là thành viên của Liên minh Tiền tệ Châu Âu. Các quốc gia này gộp lại với nhau, có dân số lớn hơn Hoa Kỳ và GDP tương đương với Hoa Kỳ. Hiệp ước Maastricht, thành lập ECB và ESCB, xây dựng các thể chế này theo khuôn mẫu Cục Dự trữ Liên bang, trong đó ngân hàng trung ương của mỗi quốc gia thành viên (gọi là *Ngân hàng Trung ương Quốc gia*, hoặc *NCB*) có vai trò tương tự như các Ngân hàng Dự trữ Liên bang. Ngân hàng Trung ương Châu Âu, đặt tại Frankfurt, Đức, có Ban điều hành có cấu trúc tương tự như Ban thống đốc của Cục Dự trữ Liên bang; bao gồm chủ tịch, phó chủ tịch và bốn thành viên khác, những người được bổ nhiệm với nhiệm kỳ tám năm, không thể gia hạn. Hội đồng quản trị, bao gồm Ban điều hành và Chủ tịch các Ngân hàng Trung ương Quốc gia, tương tự như FOMC và đưa ra các quyết định về chính sách tiền tệ. Trong khi Chủ tịch của các Ngân hàng Trung ương Quốc gia được bổ nhiệm bởi chính phủ của quốc gia của họ, các thành viên của Ban Điều hành được bổ nhiệm bởi một ủy ban bao gồm các nguyên thủ quốc gia của tất cả các quốc gia là một phần của Liên minh Tiền tệ Châu Âu.

[5]Một ví dụ về sự bất định trong cách thực hiện chính sách tiền tệ tốt nhất đã được thảo luận trong Chương 3: Các nhà kinh tế không chắc chắn về cách đo lường tiền. Vì vậy, ngay cả khi các nhà kinh tế đồng ý rằng kiểm soát lượng tiền là cách thích hợp để tiến hành chính sách tiền tệ (một quan điểm gây tranh cãi, như chúng ta sẽ thấy trong các chương sau), Fed không thể chắc chắn rằng mình nên kiểm soát tổng lượng tiền nào.

Sự khác biệt giữa hệ thống Ngân hàng Trung ương Châu Âu và hệ thống Dự trữ Liên bang

Hệ thống Ngân hàng Trung ương Châu Âu thường được gọi phổ biến trên báo chí là Ngân hàng Trung ương Châu Âu (ECB), mặc dù sẽ chính xác hơn nếu gọi nó là Eurosystem, cũng như sẽ chính xác hơn khi gọi Fed là Hệ thống Dự trữ Liên bang. Mặc dù cấu trúc của *Hệ thống châu Âu (Euro System)* tương tự như cấu trúc của Hệ thống Dự trữ Liên bang, có một số điểm khác biệt quan trọng giữa hai hệ thống này. Thứ nhất, ngân sách của các Ngân hàng Dự trữ Liên bang được kiểm soát bởi Hội đồng Thống đốc, trong khi các Ngân hàng Trung ương Quốc gia kiểm soát ngân sách của chính họ và ngân sách của ECB ở Frankfurt. Do đó, ECB trong Hệ thống Châu Âu có ít quyền lực hơn so với Hội đồng Thống đốc trong Hệ thống Dự trữ Liên bang. Thứ hai, các hoạt động tiền tệ của Eurosystem được thực hiện bởi các Ngân hàng Trung ương Quốc gia ở mỗi quốc gia, vì vậy các hoạt động tiền tệ không mang tính tập trung như trong Hệ thống Dự trữ Liên bang.

Hội đồng thống đốc

Cũng giống như việc tập trung vào các cuộc họp của FOMC ở Hoa Kỳ, ở châu Âu cũng có sự tập trung tương tự vào các cuộc họp của Hội đồng quản trị, tập hợp hàng tháng tại ECB Frankfurt để đưa ra quyết định về chính sách tiền tệ. Hiện tại, 18 quốc gia là thành viên của Liên minh Tiền tệ Châu Âu, và những người đứng đầu 18 Ngân hàng Trung ương Quốc gia chia sẻ 15 phiếu bầu trong Hội đồng Thống đốc; mỗi Thành viên trong số 6 Thành viên Ban Điều hành có 1 phiếu biểu quyết. Ngược lại với các cuộc họp của FOMC, có sự tham gia của các nhân viên từ cả Hội đồng Thống đốc và các Ngân hàng Dự trữ Liên bang riêng lẻ, chỉ có 24 thành viên của Hội đồng Thống đốc tham dự các cuộc họp của họ và không nhân viên nào có mặt.

Hội đồng thống đốc quyết định rằng mặc dù các thành viên của họ có quyền bỏ phiếu hợp pháp, nhưng thực tế sẽ không có cuộc bỏ phiếu chính thức nào; thay vào đó, Hội đồng hoạt động bằng sự đồng thuận. Một lý do khiến Hội đồng Thống đốc quyết định không tiến hành bỏ phiếu là vì lo ngại rằng việc bỏ phiếu riêng lẻ có thể khiến những người đứng đầu các Ngân hàng Trung ương Quốc gia ủng hộ một chính sách tiền tệ phù hợp với từng quốc gia của họ, nhưng không phù hợp với các quốc gia Liên minh tiền tệ châu Âu nói chung. Vấn đề này ít nghiêm trọng hơn đối với Cục Dự trữ Liên bang: Mặc dù các Chủ tịch Ngân hàng Dự trữ Liên bang sống ở các vùng khác nhau của đất nước, nhưng tất cả đều có cùng quốc tịch và có nhiều khả năng có quan điểm nghiêng về hướng quốc gia hơn trong các quyết định chính sách tiền tệ.

Cũng giống như Cục Dự trữ Liên bang đưa ra quyết định của FOMC về việc thiết lập lãi suất chính sách (lãi suất quỹ liên bang) ngay sau khi cuộc họp kết thúc, ECB cũng làm như vậy sau khi kết thúc cuộc họp Hội đồng Thống đốc hàng tháng (bằng cách công bố mục tiêu cho một mức lãi suất ngắn hạn tương tự đối với các khoản vay liên ngân hàng). Ngoài ra, ngay sau mỗi cuộc họp chính sách tiền tệ của Hội đồng điều hành, chủ tịch và phó chủ tịch của ECB tổ chức một cuộc họp báo để họ trả lời các câu hỏi từ giới truyền thông. (Một cuộc họp báo tương tự được tổ chức bởi chủ tịch Cục Dự trữ Liên bang, nhưng nó ít thường xuyên hơn, chỉ được tổ chức bốn lần một năm.) Số lượng lớn các thành viên trong Hội đồng Thống đốc gây ra một tình huống khó xử. Quy mô hiện tại của Hội đồng (24 thành viên) lớn hơn đáng kể so với FOMC (12 thành viên bỏ phiếu). Nhiều nhà bình luận đã tự hỏi liệu Hội đồng Thống đốc có quá cồng kềnh hay không - tình hình sẽ còn tồi tệ hơn đáng kể khi nhiều quốc gia tham gia Liên minh Tiền tệ Châu Âu. Để đối phó với vấn đề tiềm ẩn này, Hội đồng Thống đốc đã quyết định một hệ thống luân chuyển phức tạp, giống như hệ thống của FOMC, trong đó các Ngân hàng Trung ương Quốc gia từ các quốc gia lớn hơn sẽ bỏ phiếu thường xuyên hơn các Ngân hàng Trung ương Quốc gia từ các quốc gia nhỏ hơn.

ECB độc lập tới đâu?

Mặc dù Cục Dự trữ Liên bang là một ngân hàng trung ương có tính độc lập cao, nhưng Hiệp ước Maastricht, thành lập Eurosystem, đã đưa Ngân hàng Trung ương này trở thành ngân hàng trung ương độc lập nhất trên thế giới. Giống như Hội đồng thống đốc, các thành viên của Ban điều hành có nhiệm kỳ dài hạn (tám năm), trong khi người đứng đầu các Ngân hàng Trung ương Quốc gia được yêu cầu phục vụ ít nhất năm năm. Giống như Fed, Eurosystem tự quyết định ngân sách của mình và chính phủ của các nước thành viên không được phép đưa ra chỉ thị cho ECB. Những yếu tố này của Hiệp ước Maastricht làm cho ECB có tính độc lập cao.

Hiệp ước Maastricht chỉ rõ rằng mục tiêu dài hạn, quan trọng của ECB là ổn định giá cả, có nghĩa là mục tiêu của Hệ thống đồng tiền chung châu Âu được cụ thể hóa rõ ràng hơn Hệ thống Dự trữ Liên bang. Tuy nhiên, Hiệp ước Maastricht không chỉ rõ chính xác "ổn định giá cả" nghĩa là gì. Hệ thống đồng tiền chung châu Âu đã xác định mục tiêu định lượng của chính sách tiền tệ là tỷ lệ lạm phát thấp hơn 2% một chút, do đó, từ góc độ này, ECB ít độc lập về mục tiêu hơn Fed. Tuy nhiên, Hệ thống châu Âu độc lập về mục tiêu hơn nhiều so với Hệ thống Dự trữ Liên bang ở một khía cạnh: Điều lệ của Hệ thống châu Âu không thể thay đổi theo luật; nó chỉ có thể được thay đổi bằng cách sửa đổi Hiệp ước Maastricht — một quá trình khó khăn vì tất cả các bên ký kết hiệp ước phải đồng ý chấp nhận bất kỳ thay đổi nào được đề xuất.

CẤU TRÚC VÀ SỰ PHỤ THUỘC CỦA CÁC NGÂN HÀNG TRUNG ƯƠNG KHÁC

Ở đây chúng ta xem xét cấu trúc và mức độ độc lập của ba ngân hàng trung ương quan trọng khác: Ngân hàng Canada, Ngân hàng Anh và Ngân hàng Nhật Bản.

Ngân hàng Trung ương Canada (Bank of Canada)

Canada thành lập ngân hàng trung ương khá muộn: Bank of Canada được thành lập vào năm 1934. Các giám đốc của ngân hàng này được chính phủ bổ nhiệm với nhiệm kỳ ba năm và những giám đốc này bổ nhiệm thống đốc, người có nhiệm kỳ bảy năm. Một hội đồng quản lý, bao gồm bốn phó thống đốc và thống đốc, là cơ quan hoạch định chính sách tương đương với FOMC đưa ra các quyết định về chính sách tiền tệ.

Đạo luật Ngân hàng đã được sửa đổi vào năm 1967 để trao trách nhiệm cuối cùng về chính sách tiền tệ cho chính phủ. Vì vậy, trên lý thuyết, Bank of Canada không độc lập về công cụ như Cục Dự trữ Liên bang. Tuy nhiên, trên thực tế, Bank of Canada về cơ bản kiểm soát chính sách tiền tệ. Trong trường hợp có bất đồng giữa ngân hàng và chính phủ, bộ trưởng tài chính có thể ra chỉ thị mà ngân hàng phải tuân theo. Tuy nhiên, vì chỉ thị phải bằng văn bản, phải cụ thể và có thể áp dụng trong một khoảng thời gian cụ thể, nên họ sẽ phải chịu sự giám sát chặt chẽ của công chúng. Do đó, khả năng một chỉ thị như vậy được ban hành cơ bản là bằng không, và cho đến nay chưa hề có chỉ thị nào. Mục tiêu của chính sách tiền tệ, một mục tiêu về lạm phát, được đặt ra bởi Bank of Canada và chính phủ, vì vậy Bank of Canada có ít sự độc lập về mục tiêu hơn so với Fed.

Ngân hàng Trung ương Anh (Bank of England)

Được thành lập vào năm 1694, Bank of England là ngân hàng trung ương lâu đời thứ hai (Riksbank của Thụy Điển là ngân hàng lâu đời nhất). Đạo luật Ngân hàng năm 1946 trao cho chính phủ thẩm quyền theo luật định đối với Bank of England. Hội đồng (tương

đương với một hội đồng quản trị) của Bank of England gồm thống đốc và hai phó thống đốc, những người được bổ nhiệm với nhiệm kỳ năm năm, và mười sáu giám đốc không điều hành, những người được bổ nhiệm với nhiệm kỳ ba năm.

Cho đến năm 1997, Bank of England là ngân hàng ít độc lập nhất trong số các ngân hàng trung ương được xem xét trong chương này vì quyền quyết định tăng hoặc giảm lãi suất không thuộc về Bank of England mà là Bộ trưởng Bộ Tài chính (tương đương với Bộ trưởng Ngân khố Hoa Kỳ). Điều này đã thay đổi khi một chính phủ của đảng Lao động lên nắm quyền vào tháng 5 năm 1997 và Thủ tướng Gordon Brown, đã đưa ra một thông báo bất ngờ rằng Bank of England từ đó sẽ có quyền ấn định lãi suất. Tuy nhiên, Ngân hàng không được trao quyền độc lập hoàn toàn về công cụ: Chính phủ có thể phủ quyết Ngân hàng và thiết lập lãi suất "trong hoàn cảnh kinh tế khắc nghiệt" và "trong một khoảng thời gian giới hạn". Tuy nhiên, như ở Canada, việc chiếm quyền khống chế như vậy có thể là một điều hiếm khi xảy ra, bởi vì làm như vậy sẽ rất công khai và chỉ xảy ra trong những trường hợp rất bất thường và trong một thời gian giới hạn.

Bởi vì Vương quốc Anh không phải là thành viên của Liên minh Tiền tệ Châu Âu, nên Bank of England đưa ra các quyết định chính sách tiền tệ của mình độc lập với Ngân hàng Trung ương Châu Âu. Quyền thiết lập lãi suất thuộc về Ủy ban Chính sách tiền tệ, bao gồm thống đốc, hai phó thống đốc, hai thành viên (thường là các quan chức ngân hàng trung ương) do thống đốc bổ nhiệm sau khi tham khảo ý kiến của thủ tướng, cộng với bốn chuyên gia kinh tế bên ngoài do thủ tướng bổ nhiệm. (Khá ngạc nhiên, hai trong số bốn chuyên gia bên ngoài được bổ nhiệm lần đầu không phải là công dân Anh - một người là người Hà Lan và người Mỹ khác - và một số người được bổ nhiệm sau đó cũng không phải là công dân Anh, bao gồm cả thống đốc hiện tại, Mark Carney, người Canada.) Mục tiêu lạm phát của Bank of England do Bộ trưởng bộ Tài chính đặt ra, vì vậy Bank of England cũng ít độc lập về mục tiêu hơn so với Fed.

Ngân hàng Trung ương Nhật Bản (Bank of Japan)

Ngân hàng Trung ương Nhật Bản (Nippon Ginko) được thành lập năm 1882 vào thời Minh Trị Duy tân. Chính sách tiền tệ được xác định bởi Hội đồng Chính sách của Ngân hàng, bao gồm thống đốc; hai phó thống đốc; và sáu thành viên bên ngoài do nội các bổ nhiệm và được quốc hội phê chuẩn, tất cả đều phục vụ trong nhiệm kỳ 5 năm.

Cho đến gần đây, Ngân hàng Trung ương Nhật Bản không chính thức độc lập với chính phủ, với quyền lực cuối cùng thuộc về Bộ Tài chính. Tuy nhiên, Luật Ngân hàng Trung ương Nhật Bản, có hiệu lực vào tháng 4 năm 1998 và là sự thay đổi lớn đầu tiên về quyền lực tương đối của Ngân hàng Trung ương Nhật Bản trong 55 năm, đã thay đổi tình hình này. Ngoài việc quy định rằng mục tiêu của chính sách tiền tệ là đạt được sự ổn định về giá cả, luật đã trao cho Ngân hàng Trung ương Nhật Bản sự độc lập về công cụ và mục tiêu cao hơn. Trước đó, chính phủ có hai thành viên bỏ phiếu trong Ban Chính sách, một từ Bộ Tài chính và một từ Cơ quan Kế hoạch Kinh tế. Bây giờ chính phủ có thể cử hai đại diện từ các cơ quan này đến các cuộc họp hội đồng quản trị, nhưng họ không còn quyền biểu quyết, mặc dù họ được phép yêu cầu trì hoãn các quyết định chính sách tiền tệ. Ngoài ra, Bộ Tài chính mất thẩm quyền giám sát nhiều hoạt động của Ngân hàng Trung ương Nhật Bản, đặc biệt là quyền sa thải các quan chức cấp cao. Tuy nhiên, Bộ Tài chính vẫn tiếp tục kiểm soát phần ngân sách của Ngân hàng không liên quan đến chính sách tiền tệ. Tình tiết gần đây trong đó chính phủ Abe mới của Nhật Bản đã gây áp lực lên Ngân hàng Trung ương Nhật Bản để áp dụng mục tiêu lạm phát 2%, trái với mong muốn của thống đốc hiện tại của Ngân hàng, người sau đó đã từ chức, cho thấy sự độc lập của Ngân hàng Trung ương Nhật Bản là hạn chế.

Xu hướng hướng tới sự độc lập cao hơn

Như chúng ta tìm hiểu về cấu trúc và tính độc lập của các ngân hàng trung ương lớn, trong những năm gần đây, có thể nhận thấy một xu hướng đáng chú ý là tăng tính độc lập của các ngân hàng trung ương. Trước đây, Cục Dự trữ Liên bang về cơ bản độc lập hơn hầu hết các ngân hàng trung ương khác, ngoại trừ các ngân hàng ở Đức và Thụy Sĩ. Giờ đây, Ngân hàng Trung ương Châu Âu mới được thành lập độc lập hơn nhiều so với Fed, và sự độc lập lớn hơn đã được trao cho các ngân hàng trung ương như Ngân hàng Anh và Ngân hàng Nhật Bản, đặt họ ngang hàng hơn với Fed, cũng như các ngân hàng trung ương ở các quốc gia đa dạng như New Zealand, Thụy Điển và các quốc gia đồng euro. Cả lý thuyết và kinh nghiệm đều cho thấy rằng các ngân hàng trung ương độc lập hơn sẽ tạo ra chính sách tiền tệ tốt hơn, do đó tạo động lực cho xu hướng này.

TÓM LƯỢC

1. Hệ thống Dự trữ Liên bang được tạo ra vào năm 1913 để giảm bớt tần suất hoảng loạn của các ngân hàng. Do sự thù địch của công chúng đối với các ngân hàng trung ương và sự tập trung quyền lực nói chung, Hệ thống Dự trữ Liên bang đã được tạo ra với nhiều sự kiểm soát và cân bằng nhằm mục đích khuếch tán quyền lực.
2. Hệ thống Dự trữ Liên bang bao gồm 12 Ngân hàng Dự trữ Liên bang khu vực, khoảng 2.000 ngân hàng thương mại thành viên, Hội đồng thống đốc của Hệ thống Dự trữ Liên bang, Ủy ban Thị trường Mở Liên bang (FOMC) và Hội đồng Cố vấn Liên bang. Mặc dù trên lý thuyết, Hệ thống Dự trữ Liên bang có vẻ phân tán, nhưng trên thực tế, họ hoạt động như một ngân hàng trung ương thống nhất do Hội đồng thống đốc kiểm soát, đặc biệt là chủ tịch hội đồng quản trị.
3. Cục Dự trữ Liên bang độc lập hơn so với hầu hết các cơ quan của chính phủ Hoa Kỳ, nhưng họ vẫn phải chịu áp lực chính trị vì luật cấu trúc Cục Dự trữ Liên bang do Quốc hội soạn ra và có thể được thay đổi bất cứ lúc nào.
4. Sự ủng hộ Cục Dự trữ Liên bang độc lập dựa trên quan điểm rằng việc hạn chế sự độc lập của Fed và chịu nhiều áp lực chính trị hơn sẽ dẫn đến sự thiên vị lạm phát đối với chính sách tiền tệ. Một Fed độc lập có đủ khả năng để có tầm nhìn dài hạn và không phản ứng với các vấn đề ngắn hạn, điều này sẽ dẫn đến chính sách tiền tệ mở rộng và chu kỳ kinh doanh chính trị. Lập luận chống lại một Fed độc lập cho rằng chính sách tiền tệ (rất quan trọng đối với công chúng) được kiểm soát bởi một nhóm ưu tú không chịu trách nhiệm trước công chúng là không dân chủ. Một Fed độc lập cũng khiến việc điều phối chính sách tài khóa và tiền tệ trở nên khó khăn.
5. Lý thuyết về hành vi công quyền cho rằng một yếu tố có thể thúc đẩy hành vi của các ngân hàng trung ương là nỗ lực nhằm tăng cường quyền lực và uy tín của họ. Quan điểm này giải thích nhiều hành động của ngân hàng trung ương, mặc dù các ngân hàng trung ương cũng có thể hành động vì lợi ích công cộng.
6. Hệ thống Ngân hàng Trung ương Châu Âu có cấu trúc tương tự như Hệ thống Dự trữ Liên bang, với mỗi quốc gia thành viên có Ngân hàng Trung ương Quốc gia và Ban Điều hành của Ngân hàng Trung ương Châu Âu (đặt tại Frankfurt, Đức). Hội đồng thống đốc, bao gồm sáu thành viên của Ban điều hành (bao gồm chủ tịch Ngân hàng Trung ương Châu Âu) và chủ tịch các Ngân hàng Trung ương Quốc gia, đưa ra các quyết định về chính sách tiền tệ. Hệ thống châu Âu, được thành lập theo các điều khoản của Hiệp ước Maastricht, thậm chí còn độc lập hơn Hệ thống Dự trữ Liên bang vì điều lệ của nó không thể thay đổi theo luật. Đây chính là ngân hàng trung ương độc lập nhất trên thế giới.
7. Đã có một xu hướng đáng chú ý về việc gia tăng tính độc lập của các ngân hàng trung ương trên toàn thế giới. Tính độc lập cao hơn đã được trao cho các ngân hàng trung ương như Ngân hàng Trung ương Anh và Ngân hàng Trung ương Nhật Bản trong những năm gần đây, cũng như các ngân hàng trung ương khác ở các quốc gia đa dạng như New Zealand và Thụy Điển. Cả lý thuyết và kinh nghiệm đều cho thấy các ngân hàng trung ương độc lập hơn sẽ tạo ra chính sách tiền tệ tốt hơn.

THUẬT NGỮ QUAN TRỌNG

Hội đồng Thống đốc của Hệ thống Dự trữ Liên bang, 296
nới lỏng chính sách tiền tệ, 303
lãi suất quỹ liên bang, 303
Ủy ban Thị trường Mở Liên bang (FOMC), 296
Ngân hàng Dự trữ Liên bang, 296
độc lập về mục tiêu, 306
độc lập về công cụ, 306
nghiệp vụ thị trường mở, 299
chu kỳ kinh doanh chính trị, 308
thắt chặt chính sách tiền tệ, 303

CÂU HỎI

Tất cả các câu hỏi đều có trong **MyLab Economics** *tại* www.pearson.com/mylab/economics.

1. Tại sao Hệ thống Dự trữ Liên bang được thiết lập với 12 Ngân hàng Dự trữ Liên bang khu vực, thay vì một ngân hàng trung ương như ở các nước khác?
2. Tại sao hạt Dự trữ Liên bang thứ Mười hai (San Francisco) lại rất lớn về mặt địa lý, trong khi hạt Dự trữ Liên bang thứ Hai (New York) lại quá nhỏ khi so với nhau?
3. Cục Dự trữ Liên bang có nên vẽ lại ranh giới hạt của mình, tương tự như cách mà các hạt quốc hội được sắp xếp lại định kỳ? Tại sao?
4. "Hệ thống Dự trữ Liên bang giống với Hiến pháp Hoa Kỳ ở chỗ nó được thiết kế với nhiều sự kiểm soát và cân bằng." Tuyên bố này đúng, sai hay không chắc chắn? Giải thích câu trả lời của bạn.
5. Những chủ thể nào trong Hệ thống Dự trữ Liên bang kiểm soát lãi suất chiết khấu? Yêu cầu dự trữ? Hoạt động thị trường mở? Lãi suất trả cho dự trữ?
6. Các Ngân hàng Dự trữ Liên bang khu vực có thể ảnh hưởng đến việc thực hiện chính sách tiền tệ theo những cách nào?
7. Tại sao việc các Chủ tịch Ngân hàng Dự trữ Liên bang khu vực tham dự các cuộc họp của FOMC lại quan trọng, ngay cả khi họ là thành viên không bỏ phiếu?
8. Tại sao Cục Dự trữ Liên bang New York luôn là thành viên bỏ phiếu của FOMC?
9. Chủ tịch của mỗi Ngân hàng Dự trữ Liên bang cấp hạt (bao gồm cả Ngân hàng Dự trữ Liên bang New York) hiện không bắt buộc phải trải qua một quy trình phê duyệt và bổ nhiệm chính thức về mặt chính trị. Bạn có nghĩ rằng điều này là phù hợp? Tại sao hoặc tại sao không?
10. Bạn có nghĩ rằng các nhiệm kỳ 14 năm, không thể gia hạn cho các thống đốc có thể cách ly Hội đồng thống đốc khỏi áp lực chính trị một cách hiệu quả không?
11. Bất chấp vai trò quan trọng của Hội đồng thống đốc trong việc thiết lập chính sách tiền tệ, các vị trí phục vụ trong Hội đồng thống đốc đôi khi có thể để trống trong vài năm. Điều này tại sao có thể xảy ra?
12. Tổng thống Hoa Kỳ có thể gây ảnh hưởng như thế nào đối với Cục Dự trữ Liên bang?
13. Tại sao khuyến nghị chính sách do Chủ tịch Hội đồng thống đốc đưa ra lại không được các thành viên còn lại của FOMC bỏ phiếu?
14. Cục Dự trữ Liên bang có mức độ độc lập công cụ cao theo cách nào? Nếu Quốc hội có một nhiệm vụ cụ thể để đạt được "việc làm tối đa và giá cả thấp, ổn định", thì làm thế nào Fed có được sự độc lập về mục tiêu?
15. Fed là cơ quan độc lập nhất trong tất cả các cơ quan chính phủ Hoa Kỳ. Sự khác biệt chính giữa họ và các cơ quan chính phủ khác giải thích cho sự độc lập lớn hơn của Fed là gì?
16. Công cụ chính mà Quốc hội sử dụng để thực hiện một số quyền kiểm soát đối với Fed là gì?
17. Cục Dự trữ Liên bang có nên chịu sự kiểm toán định kỳ về các chính sách, thủ tục và tài chính của mình không? Tại sao hoặc tại sao không?
18. Trong những năm 1960 và 1970, số lượng các ngân hàng thành viên của Hệ thống Dự trữ Liên bang đã giảm với tốc độ nhanh chóng. Lý thuyết về hành vi công quyền có thể giải thích chiến dịch vận động của Fed về luật yêu cầu tất cả các ngân hàng thương mại phải trở thành thành viên thế nào? Fed có thành công trong chiến dịch này không?
19. "Lý thuyết về hành vi công quyền chỉ ra rằng Fed không bao giờ hoạt động vì lợi ích công cộng". Tuyên bố này đúng, sai hay không chắc chắn? Giải thích câu trả lời của bạn.
20. Tại sao việc loại bỏ sự độc lập của Fed có thể dẫn đến một chu kỳ kinh doanh chính trị rõ rệt hơn?
21. "Sự độc lập của FED khiến họ hoàn toàn không thể chịu trách nhiệm về các hành động của mình." Tuyên bố này đúng, sai hay không chắc chắn? Giải thích câu trả lời của bạn.

22. "Sự độc lập của Fed có nghĩa là họ có tầm nhìn dài hạn chứ không phải tầm nhìn ngắn hạn". Tuyên bố này đúng, sai hay không chắc chắn? Giải thích câu trả lời của bạn.
23. Fed duy trì sự bí mật bằng cách không công bố biên bản các cuộc họp của FOMC cho Quốc hội hoặc công chúng ngay lập tức. Thảo luận các lập luận ủng hộ và chống lại chính sách này.
24. Ngân hàng nào độc lập hơn, Cục Dự trữ Liên bang hay Ngân hàng Trung ương Châu Âu? Tại sao?
25. Tại sao Ngân hàng Trung ương Anh cho đến năm 1997 có mức độ độc lập thấp?

BÀI TẬP PHÂN TÍCH DỮ LIỆU

Các bài tập được cập nhật bằng dữ liệu thời gian thực trong **MyLab Economics** và có thể dùng để thực hành hoặc để làm bài tập lớn.

1. Truy cập cơ sở dữ liệu FRED của Cục Dự trữ Liên bang St. Louis, và tìm dữ liệu về tỷ lệ thất nghiệp ở các bang sau: Kentucky (KYUR), North Dakota (NDUR), Alaska (AKUR), New York (NYUR), Alabama (ALUR), Texas (TXUR) và tỷ lệ thất nghiệp quốc gia (UNRATE)
   a. Để có dữ liệu của tháng gần đây nhất, hãy xác định xem bang nào có tỷ lệ thất nghiệp cao nhất và bang nào có tỷ lệ thất nghiệp thấp nhất; những con số này so với mức trung bình của cả nước thì như thế nào?
   b. Đưa ra câu trả lời của bạn cho phần (a), điều này nói gì về sự cần thiết phải có tất cả mười hai chủ tịch hạt dự trữ liên bang tham gia vào các cuộc họp của FOMC?
2. Truy cập cơ sở dữ liệu FRED của Cục Dự trữ Liên bang St. Louis và tìm dữ liệu về mục tiêu lãi suất quỹ liên bang (DFEDTAR, DFEDTARU và DFEDTARL) và chiết khấu hoặc lãi suất tín dụng sơ cấp (DPCREDIT). Lần cuối cùng mục tiêu lãi suất quỹ liên bang được thay đổi là khi nào? Lần cuối cùng lãi suất tín dụng sơ cấp thay đổi là khi nào? Lãi suất tăng hay giảm?

BÀI TẬP WEB

1. Truy cập http://www.federalreserve.gov/ và nhấp vào "About the Fed". Tiếp theo, nhấp vào "Structure of the Federal Reserve System." Theo Cục Dự trữ Liên bang, trách nhiệm quan trọng nhất của Hội đồng Thống đốc là gì?
2. Truy cập trang web được liệt kê trong Bài tập 1 và nhấp vào "Monetary Policy". Sau đó nhấp vào "Beige Book". Theo tóm tắt của cuốn sách được xuất bản gần đây nhất, nền kinh tế đang suy yếu hay mạnh lên?

TRANG WEB THAM KHẢO

http://www.federalreserve.gov/pubs/frseries/frseri.htm

Thông tin về cấu trúc của Hệ thống Dự trữ Liên bang.

http://www.federalreserve.gov/otherfrb.htm

Địa chỉ và số điện thoại của các Ngân hàng Dự trữ Liên bang, chi nhánh và RCPC cũng như các liên kết đến các trang chính của 12 Ngân hàng Dự trữ và Hội đồng Thống đốc.

https://www.federalreserve.gov/aboutthefed/bios/board/boardmembership.htm

Danh sách các thành viên Hội đồng Thống đốc của Cục Dự trữ Liên bang kể từ khi thành lập.

http://www.federalreserve.gov/fomc

FTìm thông tin chung về FOMC; lịch trình các cuộc họp, tuyên bố, biên bản và bảng điểm; thông tin về các thành viên của họ; và " sách màu be."

http://www.ecb.int

Trang web của Ngân hàng Trung ương Châu Âu.

http://www.bank-banque-canada.ca/

Trang web của Ngân hàng Trung ương Canada.

http://www.bankofengland.co.uk/index.htm

Trang web của Ngân hàng Trung ương Anh.

http://www.boj.or.jp/en/index.htm

Trang web của Ngân hàng Trung ương Nhật Bản.

14 Quá trình Cung tiền

Mục tiêu học tập

- Liệt kê và mô tả "ba người chơi" ảnh hưởng đến cung tiền.
- Phân loại các yếu tố ảnh hưởng đến tài sản và nợ phải trả của Cục Dự trữ Liên bang.
- Xác định các yếu tố ảnh hưởng đến cơ sở tiền tệ và thảo luận về ảnh hưởng của chúng đối với bảng cân đối của Cục Dự trữ Liên bang.
- Giải thích và minh họa quy trình tạo tiền gửi thông qua tài khoản T.
- Liệt kê các yếu tố ảnh hưởng đến lượng cung tiền.
- Tóm tắt cách "ba người chơi" có thể ảnh hưởng đến lượng cung tiền.
- Tính toán và giải thích những thay đổi trong số nhân tiền.

Giới thiệu

Như ta đã thấy trong Chương 5 và sẽ thấy trong chương sau về lý thuyết tiền tệ, biến động của cung tiền ảnh hưởng đến lãi suất và lạm phát và do đó ảnh hưởng đến tất cả chúng ta. Vì những ảnh hưởng sâu rộng của nó đối với hoạt động kinh tế, điều quan trọng là phải hiểu cung tiền được xác định như thế nào. Ai kiểm soát nó? Nguyên nhân nào khiến nó thay đổi? Làm thế nào để cải thiện kiểm soát cung tiền? Trong chương này, ta bắt đầu trả lời những câu hỏi này bằng cách mô tả chi tiết quá trình cung tiền, là cơ chế xác định mức cung tiền.

Bởi vì cho đến nay tiền gửi ngân hàng vẫn là thành phần lớn nhất của cung tiền, việc tìm hiểu cách tạo ra các khoản tiền gửi này là bước đầu tiên để hiểu quá trình cung tiền. Chương này cung cấp một cái nhìn tổng quan về cách hệ thống ngân hàng tạo ra tiền gửi và mô tả các nguyên tắc cơ bản của cung tiền, các khái niệm sẽ tạo nền tảng cho những nội dung trình bày trong các chương sau.

BA NGƯỜI CHƠI TRONG QUÁ TRÌNH CUNG TIỀN

"Dàn nhân vật" trong câu chuyện cung tiền như sau:

1. *Ngân hàng trung ương*—cơ quan chính phủ giám sát hệ thống ngân hàng và chịu trách nhiệm thực hiện chính sách tiền tệ; ở Hoa Kỳ là Hệ thống Dự trữ Liên bang
2. *Ngân hàng* (định chế tiền gửi)—các trung gian tài chính huy động tiền gửi từ các cá nhân và tổ chức và cho vay: ngân hàng thương mại, hiệp hội tiết kiệm và cho vay, ngân hàng tiết kiệm tương hỗ và liên hiệp tín dụng
3. *Người gửi tiền*—cá nhân và tổ chức giữ tiền gửi trong ngân hàng

Trong ba người chơi, ngân hàng trung ương—Hệ thống Dự trữ Liên bang—là quan trọng nhất. Fed điều hành chính sách tiền tệ bằng các hành động thay đổi bảng cân đối kế toán của mình (nắm giữ tài sản và nợ phải trả), mà chúng ta sẽ thảo luận ngay dưới đây.

BẢNG CÂN ĐỐI KẾ TOÁN CỦA FED

Hoạt động và chính sách tiền tệ của Fed làm thay đổi bảng cân đối kế toán, hay việc nắm giữ tài sản và nợ phải trả của Fed. Ở đây, chúng ta thảo luận về một bảng cân đối

kế toán giản lược hóa chỉ bao gồm bốn mục cần thiết cho hiểu biết của chúng ta về quá trình cung tiền.[1]

Hệ thống dự trữ liên bang	
Tài sản có	**Tài sản nợ**
Chứng khoán	Tiền giấy trong lưu thông
Cho vay các định chế tài chính	Dự trữ

Nợ phải trả

Hai khoản nợ phải trả trong bảng cân đối kế toán, tiền giấy trong lưu thông và tiền dự trữ, thường được gọi là *nợ phải trả tiền tệ* của Fed. Chúng là một phần quan trọng của câu chuyện cung tiền, bởi vì sự gia tăng của một trong hai hoặc cả hai sẽ dẫn đến tăng cung tiền (mọi thứ khác không đổi). Tổng nợ phải trả tiền tệ của Fed (tiền giấy trong lưu thông và dự trữ) và các khoản nợ phải trả tiền tệ của Bộ Ngân khố Hoa Kỳ (tiền của kho bạc trong lưu thông, chủ yếu là tiền xu) được gọi là **cơ sở tiền tệ** (còn gọi là **tiền mạnh**). Khi thảo luận về cơ sở tiền tệ, chúng ta sẽ chỉ tập trung vào các khoản nợ phải trả tiền tệ của Fed, vì nợ phải trả của Bộ ngân khố chỉ chiếm dưới 10% của cơ sở.[2]

1. *Tiền giấy trong lưu thông.* Fed phát hành tiền giấy (những mảnh giấy màu xanh lá cây và xám trong ví của bạn có ghi "Federal Reserve Note" ở trên cùng). Tiền giấy đang lưu thông là lượng tiền giấy nằm trong tay của công chúng. Tiền giấy do các định chế tiền gửi nắm giữ cũng là nợ phải trả của Fed, nhưng được tính là một phần của dự trữ.

   Tiền giấy của Cục Dự trữ Liên bang là khoản nhận nợ (IOU) từ Fed với người cầm giữ, và cũng là nợ phải trả, nhưng không giống như hầu hết các khoản nợ phải trả, chúng hứa chi trả lại cho người cầm giữ bằng các tờ tiền; nghĩa là, họ thanh toán IOU này bằng các IOU khác. Theo đó, nếu bạn mang một tờ 100 đô la đến Cục Dự trữ Liên bang và yêu cầu thanh toán, bạn sẽ nhận được hai tờ 50 đô la, năm tờ 20 đô la, 10 tờ 10 đô la, một trăm tờ 1 đô la hoặc một số cách kết hợp các tờ tiền khác có giá trị tổng cộng 100 đô la.

   So với từ bạn hoặc tôi, mọi người sẵn sàng chấp nhận IOU từ Fed hơn bởi vì tiền giấy của Cục Dự trữ Liên bang là một phương tiện trao đổi được công nhận; nghĩa là, chúng được chấp nhận như một phương tiện thanh toán và có chức năng của tiền. Rất buồn, cả bạn và tôi đều không thể thuyết phục mọi người rằng IOU của chúng ta đáng giá hơn nhiều so với giá trị của tờ giấy ta dùng để viết nó.[3]

[1]Thảo luận chi tiết về bảng cân đối của Fed và các yếu tố ảnh hưởng đến cơ sở tiền tệ có trong Phụ lục 1 của chương này, bạn có thể đọc tại www.pearson.com/mylab/economics.

[2] Việc bỏ qua các khoản nợ phải trả tiền tệ của Kho bạc khi thảo luận về cơ sở tiền tệ không ảnh hưởng nhiều vì các hạn chế pháp lý ngăn cản Kho bạc chủ động cung cấp các khoản nợ phải trả tiền tệ của mình cho nền kinh tế.

[3]Khoản mục tiền giấy trên bảng cân đối kế toán của chúng ta chỉ đề cập đến lượng tiền giấy đang lưu thông — tức là đang trong tay của công chúng. Tiền giấy được in bởi Cục Khắc và In của Hoa Kỳ không tự động là nợ phải trả của Fed. Ví dụ: hãy xem xét việc in 1 triệu đô la IOU của riêng bạn. Bạn đưa người khác 100 đô la và giữ 999,900 đô la kia trong túi. 999,900 đô la IOU không làm bạn giàu hơn hay nghèo hơn và không ảnh hưởng đến nợ nần của bạn. Bạn chỉ quan tâm đến 100 đô la nợ phải trả từ 100 đô la IOU đã lưu hành. Ta lý luận tương tự cho Fed về tiền giấy của Cục Dự trữ Liên bang.

Vì những lý do tương tự, thành phần tiền giấy của cung tiền, bất kể nó được định nghĩa như thế nào, chỉ bao gồm tiền đang lưu thông. Nó không bao gồm bất kỳ loại tiền bổ sung nào chưa được công chúng nắm giữ. Thực tế là tiền đã được in ra nhưng không được lưu thông có nghĩa là nó không phải là tài sản hoặc nợ phải trả của bất kỳ ai và do đó không thể ảnh hưởng đến hành vi của bất kỳ ai. Do đó, không đưa nó vào cung tiền là hợp lý.

2. *Dự trữ.* Tất cả các ngân hàng đều có tài khoản tại Fed để họ giữ tiền gửi. **Dự trữ** bao gồm tiền gửi tại Fed cộng với tiền giấy được các ngân hàng nắm giữ (được gọi là *tiền mặt trong kho* vì nó được lưu trữ trong kho tiền ngân hàng). Dự trữ là tài sản của các ngân hàng nhưng là nợ phải trả của Fed, bởi vì các ngân hàng có thể yêu cầu thanh toán bất cứ lúc nào và Fed phải chi trả bằng tiền giấy để đáp ứng nghĩa vụ của mình. Như bạn sẽ thấy, sự gia tăng dự trữ dẫn đến tăng mức tiền gửi và do đó tăng cung tiền.

Tổng dự trữ có thể được chia thành hai loại: dự trữ mà Fed yêu cầu các ngân hàng nắm giữ (**dự trữ bắt buộc**) và bất kỳ lượng dự trữ nào mà các ngân hàng chọn nắm giữ thêm (**dự trữ vượt mức**). Ví dụ: Fed có thể yêu cầu rằng đối với mỗi đô la tiền gửi tại một định chế tiền gửi, một phần nhất định (giả sử, 10 cent) phải được giữ làm dự trữ. Phần này (10%) được gọi là **tỷ lệ dự trữ bắt buộc**.

Tài sản

Trên bảng cân đối kế toán của Fed có hai tài sản quan trọng (chứng khoán chính phủ và cho vay của Fed) vì hai lý do. Thứ nhất, những thay đổi trong tài sản dẫn đến thay đổi dự trữ và cơ sở tiền tệ, và do đó dẫn đến thay đổi cung tiền. Thứ hai, bởi vì những tài sản này kiếm được lãi suất cao hơn so với các khoản nợ phải trả (tiền giấy trong lưu thông, không trả lãi, và dự trữ), Fed kiếm được hàng tỷ đô la mỗi năm — tài sản của họ tạo ra thu nhập và các khoản nợ thì thực ra không tốn kém gì. Mặc dù trả lại phần lớn thu nhập của mình cho chính phủ liên bang, Fed vẫn chi tiêu một số khoản đó cho "những lý do xứng đáng", chẳng hạn như hỗ trợ nghiên cứu kinh tế.

1. *Chứng khoán.* Loại tài sản này bao gồm các chứng khoán do Bộ Ngân khố Hoa Kỳ phát hành mà Fed nắm giữ và, trong một số trường hợp bất thường (như sẽ được thảo luận trong Chương 15) là các chứng khoán khác. Như chúng ta sẽ thấy, Fed chủ yếu cung cấp dự trữ cho hệ thống ngân hàng bằng cách mua chứng khoán, do đó tăng lượng nắm giữ các tài sản này. Việc Fed gia tăng nắm giữ chứng khoán chính phủ hoặc chứng khoán khác dẫn đến tăng cung tiền.
2. *Cho vay các định chế tài chính.* Cách thứ hai cung cấp dự trữ cho hệ thống ngân hàng của Fed là cho các ngân hàng và các định chế tài chính khác vay. Các khoản vay mà các tổ chức này được nhận được gọi là *vay chiết khấu*, hoặc *vay từ Fed* hoặc *dự trữ vay.* Các khoản vay này là nợ phải trả trên bảng cân đối kế toán của các định chế tài chính. Sự gia tăng cho vay đối với các định chế tài chính cũng có thể là nguồn tăng cung tiền. Trong thời điểm bình thường, Fed chỉ cho các định chế ngân hàng vay và lãi suất tính cho các ngân hàng đối với các khoản vay này được gọi là **lãi suất chiết khấu**. (Tuy nhiên, như chúng ta sẽ thảo luận trong Chương 15, trong cuộc khủng hoảng tài chính gần đây, Fed đã cho các định chế tài chính khác vay).

KIỂM SOÁT CƠ SỞ TIỀN TỆ

Cơ sở tiền tệ bằng tiền giấy trong lưu thông C cộng với tổng dự trữ trong hệ thống ngân hàng R.[4] Cơ sở tiền tệ MB có thể được biểu thị bằng

$$MB = C + R$$

[4]Ở đây, tiền giấy trong lưu thông bao gồm cả tiền Dự trữ Liên bang (tiền giấy của Cục Dự trữ Liên bang) và tiền Kho bạc (chủ yếu là tiền xu).

Cục Dự trữ Liên bang thực hiện quyền kiểm soát cơ sở tiền tệ thông qua việc mua hoặc bán chứng khoán trên thị trường mở, được gọi là *Nghiệp vụ thị trường mở* và thông qua các khoản vay chiết khấu cho các ngân hàng.

Nghiệp vụ thị trường mở của Cục Dự trữ Liên bang

Fed tạo ra những thay đổi trong cơ sở tiền tệ chủ yếu thông qua các nghiệp vụ thị trường mở. Việc Fed mua trái phiếu được gọi là **mua trên thị trường mở**, và việc Fed bán trái phiếu được gọi là **bán trên thị trường mở**. Việc mua và bán trái phiếu của Cục Dự trữ Liên bang luôn được thực hiện thông qua các **thương nhân chứng khoán sơ cấp**, được phép giao dịch chứng khoán với chính phủ và được lựa chọn từ các định chế ngân hàng tư nhân.

Mua trên thị trường mở Giả sử Fed mua 100 triệu đô la trái phiếu từ một thương nhân sơ cấp. Để hiểu tác động của giao dịch này, ta nghiên cứu các tài khoản T, liệt kê những thay đổi xảy ra trong các mục của bảng cân đối kế toán, bắt đầu từ vị thế ban đầu của bảng cân đối kế toán.

Khi thương nhân sơ cấp bán 100 triệu đô la trái phiếu cho Fed, Fed sẽ tăng 100 triệu đô la tài khoản tiền gửi của thương nhân tại Fed, do đó dự trữ trong hệ thống ngân hàng tăng thêm 100 triệu đô la. Tài khoản T của hệ thống ngân hàng sau giao dịch này là

Hệ thống Ngân hàng

Tài sản có		Tài sản nợ	
Chứng khoán	–$ 100 triệu		
Dự trữ	+$ 100 triệu		

Những ảnh hưởng đến bảng cân đối của Fed như sau. 100 triệu đô la chứng khoán gia tăng trong cột tài sản có của Fed, cùng với sự gia tăng 100 triệu đô la dự trữ trong cột tài sản nợ của Fed:

Hệ thống Dự trữ Liên bang

Tài sản có		Tài sản nợ	
Chứng khoán	+$ 100 triệu	Dự trữ	+$ 100 triệu

Như bạn thấy, việc Fed mua 100 triệu đô la trên thị trường mở làm dự trữ trong hệ thống ngân hàng tăng lên một lượng tương đương. Một cách nhìn khác là việc mua trái phiếu trên thị trường mở khiến dự trữ tăng lên bởi vì ngân hàng trung ương dùng dự trữ để chi trả cho trái phiếu. Bởi vì cơ sở tiền tệ bằng tiền giấy cộng với dự trữ, một giao dịch mua trên thị trường mở làm tăng cơ sở tiền tệ một lượng tương đương với lượng mua.

Bán trên thị trường mở Lý luận tương tự chỉ ra rằng nếu Fed tiến hành bán 100 triệu đô la trái phiếu trên thị trường mở cho một thương nhân sơ cấp, Fed sẽ trừ 100 triệu đô la

từ tài khoản tiền gửi của thương nhân, do đó, dự trữ (nợ phải trả) của Fed giảm 100 triệu đô la (và cơ sở tiền tệ giảm cùng một lượng). Tài khoản T bây giờ là

Hệ thống Dự trữ Liên bang			
Tài sản có		**Tài sản nợ**	
Chứng khoán	–$ 100 triệu	Dự trữ	–$ 100 triệu

Chuyển từ tiền gửi sang tiền giấy

Ngay cả khi Fed không tiến hành các nghiệp vụ thị trường mở, việc chuyển từ tiền gửi sang tiền giấy sẽ ảnh hưởng đến lượng dự trữ trong hệ thống ngân hàng. Tuy nhiên, sự thay đổi như vậy sẽ không ảnh hưởng đến cơ sở tiền tệ. Việc này cho chúng ta biết rằng Fed kiểm soát cơ sở tiền tệ dễ hơn so với kiểm soát dự trữ.

Giả sử rằng trong mùa Giáng sinh, công chúng muốn giữ nhiều tiền giấy hơn để mua sắm và do đó rút ra 100 triệu đô la tiền mặt. Ảnh hưởng đến tài khoản T của công chúng phi ngân hàng là

Nonbank Public			
Tài sản có		**Tài sản nợ**	
Tiền gửi giao dịch	–$ 100 triệu		
Tiền giấy	+$ 100 triệu		

Hệ thống ngân hàng mất đi 100 triệu đô la tiền gửi và cũng là 100 triệu đô la dự trữ:

Hệ thống Ngân hàng			
Tài sản có		**Tài sản nợ**	
Dự trữ	–$ 100 triệu	Tiền gửi giao dịch	–$ 100 triệu

Đối với Fed, hành động của công chúng có nghĩa là có thêm 100 triệu đô la tiền giấy trong tay công chúng, trong khi dự trữ trong hệ thống ngân hàng giảm 100 triệu đô la. Tài khoản T của Fed lúc này sẽ là

Hệ thống Dự trữ Liên bang			
Tài sản có		**Tài sản nợ**	
		Tiền giấy trong lưu thông	+$ 100 triệu
		Dự trữ	–$ 100 triệu

Hiệu ứng ròng đối với nợ phải trả tiền tệ của Fed là bằng không; cơ sở tiền tệ không bị ảnh hưởng bởi việc công chúng giữ thêm tiền mặt. Nhưng dự trữ thì lại *bị* ảnh hưởng. Biến động ngẫu nhiên của dự trữ có thể xảy ra do sự thay đổi ngẫu nhiên từ tiền gửi sang tiền giấy, và ngược lại. Điều này lại không đúng với cơ sở tiền tệ, khiến nó là một biến số ổn định hơn và Fed có thể kiểm soát tốt hơn.

Cho các định chế tài chính vay

Cho đến lúc này, chúng ta đã thấy những thay đổi trong cơ sở tiền tệ xảy ra do hoạt động của thị trường mở như thế nào. Tuy nhiên, cơ sở tiền tệ cũng bị ảnh hưởng khi Fed cho một định chế tài chính vay. Khi Fed cho First National Bank vay 100 triệu đô la, ngân hàng này ghi có 100 triệu đô la dự trữ từ số tiền vay. Các tác động lên bảng cân đối của hệ thống ngân hàng và Fed được minh họa bằng các tài khoản chữ T sau:

Hệ thống Ngân hàng				**Hệ thống Dự trữ Liên bang**			
Tài sản có		**Tài sản nợ**		**Tài sản có**		**Tài sản nợ**	
Dự trữ	+$100 triệu	Khoản vay (mượn từ Fed)	+$ 100 triệu	Khoản vay (mượn từ Fed)	+$ 100 triệu	Dự trữ	+$ 100 triệu

Nợ phải trả tiền tệ của Fed hiện đã tăng thêm 100 triệu đô la, và cơ sở tiền tệ cũng tăng theo số tiền này. Tuy nhiên, nếu một ngân hàng thanh toán khoản vay từ Fed, do đó giảm 100 triệu đô la vay từ Fed, thì tài khoản T của hệ thống ngân hàng và Fed sẽ như sau:

Hệ thống Ngân hàng				**Hệ thống Dự trữ Liên bang**			
Tài sản có		**Tài sản nợ**		**Tài sản có**		**Tài sản nợ**	
Dự trữ	–$100 triệu	Khoản vay (mượn từ Fed)	–$ 100 triệu	Khoản vay (mượn từ Fed)	–$ 100 triệu	Dự trữ	–$ 100 triệu

Ảnh hưởng ròng lên các khoản nợ phải trả tiền tệ của Fed, và lên cơ sở tiền tệ, là giảm 100 triệu đô la. Chúng ta thấy rằng cơ sở tiền tệ thay đổi theo tỷ lệ một-một với sự thay đổi trong các khoản vay từ Fed.

Các yếu tố khác ảnh hưởng đến cơ sở tiền tệ

Cho đến lúc này, có vẻ như Fed kiểm soát hoàn toàn cơ sở tiền tệ thông qua các nghiệp vụ thị trường mở và cho các định chế tài chính vay. Tuy nhiên, thế giới thực phức tạp hơn một chút. Hai khoản mục quan trọng ảnh hưởng đến cơ sở tiền tệ, nhưng Fed không kiểm soát được, là *tiền đang chuyển* và *tiền gửi Kho bạc tại Fed*. Khi Fed thanh toán bù trừ séc cho

các ngân hàng, họ thường ghi có số tiền của séc cho ngân hàng đã nhận séc gửi vào (làm tăng dự trữ của ngân hàng) trước rồi mới ghi nợ (giảm dự trữ của) ngân hàng mà séc được ký phát ra. Sự gia tăng ròng tạm thời đó của tổng lượng dự trữ trong hệ thống ngân hàng (và trong cơ sở tiền tệ) gây ra bởi quy trình thanh toán bù trừ séc của Fed được gọi là **tiền đang chuyển.** Khi Kho bạc Hoa Kỳ chuyển tiền gửi từ các ngân hàng thương mại sang tài khoản của mình tại Fed, dẫn đến *tiền gửi của Kho bạc tại Fed* tăng lên, tạo ra thất thoát tiền gửi tại các ngân hàng này, giống như thất thoát nêu trong Chương 9, và do đó làm giảm dự trữ trong hệ thống ngân hàng và cơ sở tiền tệ. Do đó, *tiền đang chuyển* (chịu tác động bởi các sự kiện ngẫu nhiên như thời tiết, ảnh hưởng đến tốc độ thanh toán của séc) và *tiền gửi Kho bạc tại Fed* (được quyết định bởi hành động của Kho bạc Hoa Kỳ) đều ảnh hưởng đến cơ sở tiền tệ nhưng Fed không thể kiểm soát. Các quyết định của Bộ Ngân khố Hoa Kỳ* để Fed can thiệp vào thị trường ngoại hối cũng ảnh hưởng đến cơ sở tiền tệ.

* Trong sách này, U.S. Treasury sẽ có lúc được dịch là Bộ Ngân khố Hoa Kỳ, hoặc Kho bạc Hoa Kỳ tùy theo ngữ cảnh phù hợp.

Tổng quan về khả năng kiểm soát cơ sở tiền tệ của Fed

Thảo luận trên của chúng ta cho thấy có hai yếu tố chính quyết định cơ sở tiền tệ: nghiệp vụ thị trường mở và cho các định chế tài chính vay. Trong khi số lượng mua hoặc bán trên thị trường mở hoàn toàn bị kiểm soát bởi việc Fed đặt lệnh với các thương nhân tài chính trên thị trường trái phiếu, thì ngân hàng trung ương không thể đơn phương xác định, và do đó không thể dự đoán chính xác số lượng các khoản vay từ Fed. Cục Dự trữ Liên bang ấn định lãi suất chiết khấu (lãi suất cho các khoản vay đối với các ngân hàng), và sau đó các ngân hàng đưa ra quyết định về việc có vay hay không. Lượng cho vay, mặc dù bị ảnh hưởng bởi việc Fed ấn định lãi suất chiết khấu, nhưng Fed không hoàn toàn kiểm soát được; ở đây cũng có vai trò của quyết định từ chính các ngân hàng.

Do đó, chúng ta có thể chia cơ sở tiền tệ thành hai thành phần: một thành phần mà Fed có thể kiểm soát hoàn toàn và một thành phần khác khó kiểm soát chặt chẽ hơn. Thành phần bị kiểm soát ít chặt chẽ hơn là lượng tiền cơ sở được tạo ra bởi các khoản vay từ Fed. Phần còn lại của cơ sở (được gọi là **cơ sở tiền tệ không vay**) nằm dưới sự kiểm soát của Fed vì nó chủ yếu là kết quả từ các nghiệp vụ thị trường mở.[5] Cơ sở tiền tệ không vay được chính thức định nghĩa là cơ sở tiền tệ trừ đi các khoản vay từ Fed, được gọi là **dự trữ vay**:

$$MB_n = MB - BR$$

trong đó MB_n = cơ sở tiền tệ không vay
MB = cơ sở tiền tệ
BR = dự trữ vay từ Fed

Các yếu tố Fed không kiểm soát được (ví dụ: tiền đang chuyển và tiền gửi Kho bạc ở Fed) có những biến động đáng kể trong ngắn hạn và có thể là những nguồn biến động quan trọng của cơ sở tiền tệ trong khoảng thời gian ngắn như một tuần. Tuy nhiên, những biến động này thường có thể dự đoán được và do đó có thể được bù đắp thông qua nghiệp vụ thị trường mở. ***Mặc dù tiền đang chuyển và tiền gửi Kho bạc tại Fed có những biến động ngắn hạn đáng kể, khiến việc kiểm soát cơ sở tiền tệ phức tạp hơn, nhưng Fed vẫn có thể kiểm soát cơ sở tiền tệ một cách chính xác.***

[5] Trên thực tế, các mục khác trên bảng cân đối của Fed (được thảo luận trong Phụ lục 1 của Chương 14 tại www.pearson.com/mylab/economics) ảnh hưởng đến độ lớn của cơ sở tiền tệ không vay. Do ảnh hưởng của chúng đối với cơ sở không vay so với Nghiệp vụ thị trường mở đều nhỏ và có thể dự đoán được, nên các khoản mục khác này không khiến Fed gặp khó khăn trong việc kiểm soát cơ sở không vay.

TẠO TIỀN GỬI ĐA TẦNG: MÔ HÌNH ĐƠN GIẢN

Với hiểu biết về cách Cục Dự trữ Liên bang kiểm soát cơ sở tiền tệ và cách các ngân hàng hoạt động (Chương 9), giờ đây chúng ta có các công cụ cần thiết để giải thích cách tiền gửi được tạo ra. Khi Fed cung cấp cho hệ thống ngân hàng 1 đô la dự trữ bổ sung, tiền gửi sẽ tăng lên gấp bội - một quá trình được gọi là **tạo tiền gửi đa tầng***.

* Từ gốc *multiple deposit creation* có nghĩa là tạo tiền gửi nhiều lần.

Tạo tiền gửi: Ngân hàng duy nhất

Giả sử giao dịch mua trên thị trường mở trị giá 100 triệu đô la được mô tả ở phần trên được thực hiện với First National Bank. Sau khi Fed mua 100 triệu đô la trái phiếu từ First National Bank, ngân hàng này tăng thêm 100 triệu đô la dự trữ. Khi phân tích xem ngân hàng sẽ làm gì với lượng dự trữ có thêm này, ta giả định rằng ngân hàng không muốn giữ dự trữ vượt mức vì họ kiếm được ít lãi từ chúng. Chúng ta bắt đầu phân tích với tài khoản T sau:

First National Bank

Tài sản có		Tài sản nợ	
Chứng khoán	–$ 100 triệu		
Dự trữ	+$ 100 triệu		

Bởi vì tiền gửi giao dịch không tăng, dự trữ bắt buộc vẫn giữ nguyên và dự trữ tăng 100 triệu đô la, nghĩa là dự trữ vượt mức đã tăng thêm 100 triệu đô la. Giả sử ngân hàng quyết định cho vay hết số tiền 100 triệu đô la dự trữ vượt mức. Khi cho vay, ngân hàng mở một tài khoản giao dịch cho người đi vay và chuyển tiền cho vay vào tài khoản này. Khi làm vậy ngân hàng thay đổi bảng cân đối kế toán của mình bằng cách tăng tài sản nợ với 100 triệu đô la tiền gửi giao dịch và đồng thời tăng tài sản có của mình với 100 triệu đô la tiền vay. Tài khoản T sẽ biến đổi thành như sau:

First National Bank

Tài sản có		Tài sản nợ	
Chứng khoán	–$100 triệu	Tiền gửi giao dịch	+$100 triệu
Dự trữ	+$100 triệu		
Cho vay	+$100 triệu		

Bằng việc cho vay, ngân hàng đã tạo ra tiền gửi giao dịch. Bởi vì tiền gửi giao dịch là một phần của cung tiền, nên trên thực tế, hành động cho vay của ngân hàng đã tạo ra tiền.

Với bảng cân đối kế toán hiện tại, First National Bank vẫn còn dự trữ vượt mức và vì vậy có thể cấp thêm các khoản cho vay. Tuy nhiên, những khoản dự trữ này sẽ không ở lại ngân hàng quá lâu. Người đi vay không để 100 triệu đô la nhàn rỗi trong tài khoản giao

dịch tại First National Bank mà sẽ mua hàng hóa và dịch vụ từ các cá nhân và công ty khác. Khi những người đi vay thực hiện các giao dịch này bằng cách viết séc, séc sẽ được gửi vào các ngân hàng khác và 100 triệu đô la dự trữ sẽ rời khỏi First National Bank. ***Kết quả là, một ngân hàng không thể cấp một khoản vay an toàn với số tiền lớn hơn lượng dự trữ vượt mức mà ngân hàng có trước khi cho vay.***

Tài khoản T cuối cùng của First National Bank là

First National Bank			
Tài sản có		**Tài sản nợ**	
Chứng khoán	–$ 100 triệu		
Cho vay	+$ 100 triệu		

Khoản dự trữ tăng thêm 100 triệu đô la đã được chuyển thành khoản cho vay 100 triệu đô la tại First National Bank, cộng thêm 100 triệu đô la tiền gửi đã được chuyển đến các ngân hàng khác. (Bởi vì chúng ta giả định rằng công chúng không muốn giữ tiền giấy, tất cả séc được viết trên tài khoản tại First National Bank sẽ được gửi vào ngân hàng thay vì chuyển đổi thành tiền mặt.) Giờ ta xem điều gì xảy ra với khoản tiền gửi ở các ngân hàng khác.

Tạo tiền gửi: Hệ thống ngân hàng

Để đơn giản hóa phân tích, giả sử rằng 100 triệu đô la tiền gửi được tạo ra từ khoản vay của First National Bank được gửi tại Ngân hàng A và ngân hàng này cũng như tất cả các ngân hàng khác không có dự trữ vượt mức. Tài khoản T của Ngân hàng A lúc này như sau

Bank A			
Tài sản có		**Tài sản nợ**	
Dự trữ	+$100 triệu	Tiền gửi giao dịch	+$100 triệu

Nếu tỷ lệ dự trữ bắt buộc là 10%, ngân hàng này tăng 10 triệu đô la dự trữ bắt buộc, và có 90 triệu đô la dự trữ vượt mức. Vì Ngân hàng A (cũng như First National Bank) không muốn giữ lại lượng dự trữ vượt mức, nên sẽ cho vay toàn bộ số tiền đó. Các khoản cho vay và tiền gửi giao dịch của ngân hàng kế tiếp sẽ tăng thêm 90 triệu đô la, nhưng khi người vay chi tiêu 90 triệu đô la tiền gửi giao dịch, số tiền này và các khoản dự trữ tại Ngân hàng A sẽ giảm xuống đúng với mức đó. Kết quả ròng là tài khoản T của Ngân hàng A sẽ như sau:

Bank A			
Tài sản có		**Tài sản nợ**	
Dự trữ	+$ 10 triệu	Tiền gửi giao dịch	+$ 100 triệu
Cho vay	+$ 90 triệu		

Nếu số tiền chi tiêu từ 90 triệu đô la vay ở Ngân hàng A được gửi vào một ngân hàng khác, chẳng hạn như Ngân hàng B, thì tài khoản T của Ngân hàng B sẽ là

Bank B			
Tài sản có		**Tài sản nợ**	
Dự trữ	+$ 90 triệu	Tiền gửi giao dịch	+$ 90 triệu

Các khoản tiền gửi giao dịch trong hệ thống ngân hàng tăng thêm 90 triệu đô la, tổng mức tăng là 190 triệu đô la (100 triệu đô la tại Ngân hàng A cộng với 90 triệu đô la tại Ngân hàng B). Trên thực tế, không cần phải phân biệt giữa Ngân hàng A và Ngân hàng B để có cùng kết quả về việc mở rộng tổng thể tiền gửi. Nếu những người đi vay từ Ngân hàng A viết séc cho người gửi tiền tại chính Ngân hàng A, thì sự thay đổi tiền gửi cũng xảy ra tương tự. Các tài khoản T ở Ngân hàng B lúc này sẽ áp dụng tiếp ở Ngân hàng A và các khoản tiền gửi giao dịch của nó sẽ tăng lên tổng cộng 190 triệu đô la.

Ngân hàng B sẽ tiếp tục điều chỉnh bảng cân đối kế toán của mình. Họ phải giữ 10% trong số 90 triệu đô la (9 triệu đô la) làm dự trữ bắt buộc và có 90% trong số 90 triệu đô la (81 triệu đô la) dự trữ vượt mức và do đó có thể cho vay số tiền này. Ngân hàng B sẽ thực hiện các khoản vay tổng cộng 81 triệu đô la cho những người đi vay, những người chi tiêu số tiền thu được từ các khoản vay. Tài khoản T của Ngân hàng B sẽ là

Bank B			
Tài sản có		**Tài sản nợ**	
Dự trữ	+$ 9 triệu	Tiền gửi giao dịch	+$ 90 triệu
Cho vay	+$ 81 triệu		

81 triệu đô la đã chi từ khoản vay tại Ngân hàng B sẽ được gửi vào một ngân hàng khác (Ngân hàng C). Do đó, từ mức tăng 100 triệu đô la dự trữ ban đầu trong hệ thống ngân hàng, tổng số tiền gửi giao dịch được trong hệ thống tăng thêm cho đến nay là 271 triệu đô la (= 100 triệu đô la + 90 triệu đô la + 81 triệu đô la).

Theo lập luận tương tự, nếu tất cả các ngân hàng cho vay toàn bộ số tiền dự trữ vượt mức của họ, thì các khoản tiền gửi giao dịch sẽ tiếp tục gia tăng (tại các Ngân hàng C, D, E, v.v.), như được mô tả trong Bảng 1. Do đó, tổng tăng tiền gửi từ 100 đô la tăng dự trữ ban đầu sẽ là 1.000 triệu đô la: Mức tăng gấp 10 lần, là số nghịch đảo của yêu cầu dự trữ 10% (0,10).

Nếu các ngân hàng chọn đầu tư dự trữ vượt mức của họ vào chứng khoán, kết quả vẫn như cũ. Nếu Ngân hàng A lấy dự trữ vượt mức mua chứng khoán thay vì cho vay, tài khoản T của ngân hàng sẽ như sau:

Bank A			
Tài sản có		**Tài sản nợ**	
Dự trữ	+$ 10 triệu	Tiền gửi giao dịch	+$ 100 triệu
Chứng khoán	+$ 90 triệu		

BẢNG 1 **Tạo tiền gửi (giả sử yêu cầu dự trữ 10% và dự trữ tăng 100 triệu đô la)**

Ngân hàng	Tăng tiền gửi ($)	Tăng cho vay ($)	Tăng dự trữ ($)
First National	0,00	100,00 triệu	0,00
A	100,00 triệu	90,00 triệu	10,00 triệu
B	90,00 triệu	81,00 triệu	9,00 triệu
C	81,00 triệu	72,90 triệu	8,10 triệu
D	72,90 triệu	65,61 triệu	7,29 triệu
E	65,61 triệu	59,05 triệu	6,56 triệu
F	59,05 triệu	53,14 triệu	5,91 triệu
.	.	.	.
.	.	.	.
.	.	.	.
.	.	.	.
Tổng cộng	1.000,00 triệu	1.000,00 triệu	100,00 triệu

Khi ngân hàng mua 90 triệu đô la chứng khoán, ngân hàng viết séc 90 triệu đô la cho người bán chứng khoán, họ sẽ gửi 90 triệu đô la vào ngân hàng, chẳng hạn Ngân hàng B. Tiền gửi giao dịch của ngân hàng B tăng thêm 90 triệu đô la, và quy trình mở rộng tiền gửi giống như trước. ***Cho dù một ngân hàng chọn sử dụng dự trữ vượt mức của mình để cho vay hoặc mua chứng khoán, thì tác động của việc mở rộng tiền gửi là như nhau.***

Bây giờ bạn có thể thấy sự khác biệt trong việc tạo tiền gửi ở một ngân hàng so với toàn bộ hệ thống ngân hàng. Bởi vì một ngân hàng chỉ có thể tạo ra các khoản tiền gửi bằng lượng dự trữ vượt mức của mình, nên ngân hàng không thể tự mình mở rộng tiền gửi đa tầng. Một ngân hàng không thể cho vay với số lượng lớn hơn lượng dự trữ vượt mức của mình, bởi vì ngân hàng sẽ mất các khoản dự trữ này khi các khoản tiền gửi tạo ra từ tiền vay được chuyển đến các ngân hàng khác. Tuy nhiên, toàn bộ hệ thống ngân hàng có thể tạo ra nhiều đợt mở rộng tiền gửi, bởi vì khi một ngân hàng giảm lượng dự trữ vượt mức, thì những khoản dự trữ này sẽ không rời khỏi hệ thống ngân hàng, mặc dù chúng bị mất khỏi từng ngân hàng. Vì vậy, khi mỗi ngân hàng cho vay và tạo tiền gửi, các khoản dự trữ sẽ tìm đường đến một ngân hàng khác, ngân hàng này sử dụng chúng để cho vay bổ sung và tạo thêm tiền gửi. Như bạn đã thấy, quá trình này tiếp tục cho đến khi dự trữ tăng ban đầu dẫn đến tiền gửi tăng lên gấp nhiều lần.

Bội số gia tăng tiền gửi tạo ra từ sự gia tăng dự trữ của hệ thống ngân hàng được gọi là **số nhân tiền gửi đơn giản**.[6] Trong ví dụ của chúng ta, với tỷ lệ dự trữ bắt buộc 10%, số nhân tiền gửi đơn giản là 10. Nói chung, số nhân tiền gửi đơn giản bằng nghịch đảo của tỷ

[6]Không nên nhầm lẫn số nhân này với số nhân Keynes, được suy ra thông qua phân tích từng bước tương tự. Số nhân đó thể hiện liên hệ giữa sự gia tăng thu nhập với sự gia tăng đầu tư, trong khi hệ số nhân tiền gửi đơn giản thể hiện tương quan giữa sự gia tăng tiền gửi với sự gia tăng dự trữ.

lệ dự trữ bắt buộc, được biểu thị bằng phân số (ví dụ: 10 = 1/0,10). Vì vậy, công thức cho sự mở rộng bội số tiền gửi có thể được viết như sau:

$$\Delta D = \frac{1}{rr} \times \Delta R \tag{1}$$

trong đó ΔD = thay đổi của tổng số tiền gửi giao dịch được trong hệ thống ngân hàng
rr = tỷ lệ dự trữ bắt buộc (trong ví dụ là 0,10)
ΔR = thay đổi trong dự trữ của hệ thống ngân hàng (bằng 100 triệu đô la trong ví dụ)

Xây dựng công thức cho tạo tiền gửi đa tầng

Công thức tạo tiền gửi đa tầng có thể được tìm ra trực tiếp bằng toán. Chúng ta thu được kết quả tương tự cho mối quan hệ giữa thay đổi tiền gửi và thay đổi dự trữ.

Giả định của chúng ta rằng các ngân hàng không giữ bất kỳ khoản dự trữ vượt mức nào có nghĩa là tổng lượng dự trữ bắt buộc trong hệ thống ngân hàng RR sẽ bằng tổng dự trữ trong hệ thống ngân hàng R:

$$RR = R$$

Tổng lượng dự trữ bắt buộc bằng tỷ lệ dự trữ bắt buộc nhân với tổng lượng tiền gửi giao dịch D:

$$RR = rr \times D$$

Thay $rr \times D$ cho RR trong phương trình đầu tiên,

$$rr \times D = R$$

và chia cả hai vế của phương trình trước cho rr sẽ có

$$D = \frac{1}{rr} \times R$$

Lấy thay đổi cả hai vế của phương trình này và sử dụng Δ để ký hiệu thay đổi, ta sẽ có

$$\Delta D = \frac{1}{rr} \times \Delta R$$

Đây chính là công thức tạo tiền gửi được đưa ra trong Phương trình 1.[7]

[7]Dưới đây là cách chứng minh chính thức của công thức. Sử dụng lý luận trong sách, sự thay đổi trong các khoản tiền gửi giao dịch là 100 đô la ($=\Delta R \times 1$) cộng với 90 đô la [$=\Delta R \times (1 - rr)^2$] cộng với 81 đô la [$=\Delta R \times (1 - rr)^2$], v.v., có thể được viết lại thành

$$\Delta D = \Delta R \times [1 + (1 - rr) + (1 - rr)^2 + (1 - rr)^3 + \dots]$$

Sử dụng công thức tính tổng của một chuỗi vô hạn trong chú thích 3 của Chương 4, phương trình này có thể được viết lại thành

$$\Delta D = \Delta R \times \frac{1}{1-(1-rr)} = \frac{1}{rr} \times \Delta R$$

Công thức này cho chúng ta một cách nhìn khác về việc tạo tiền gửi đa tầng, bởi vì nó buộc chúng ta phải đánh giá toàn bộ hệ thống ngân hàng thay vì từng ngân hàng một. Đối với toàn bộ hệ thống ngân hàng, việc tạo (hoặc thu hẹp) tiền gửi sẽ chỉ dừng lại khi lượng dự trữ vượt mức trong hệ thống ngân hàng bằng 0. Nghĩa là, hệ thống ngân hàng sẽ ở trạng thái cân bằng khi tổng lượng dự trữ bắt buộc bằng tổng lượng dự trữ, như trong phương trình $RR = R$. Khi $rr \times D$ được thay thế cho RR, phương trình thu được $rr \times D = R$ cho chúng ta biết mức tiền gửi giao dịch phải cao tới mức nào để có dự trữ bắt buộc bằng tổng dự trữ. Theo đó, một mức dự trữ nhất định trong hệ thống ngân hàng xác định mức tiền gửi giao dịch khi hệ thống ngân hàng ở trạng thái cân bằng (khi $ER = 0$); nói cách khác, một mức dự trữ nhất định hỗ trợ một mức tiền gửi giao dịch nhất định.

Trong ví dụ của chúng ta, tỷ lệ dự trữ bắt buộc là 10%. Nếu dự trữ tăng thêm 100 triệu đô la, các khoản tiền gửi giao dịch phải tăng thêm 1.000 triệu đô la để tổng dự trữ bắt buộc cũng tăng thêm 100 triệu đô la. Nếu mức tăng tiền gửi giao dịch nhỏ hơn mức này - ví dụ: 900 triệu đô la - thì mức tăng dự trữ bắt buộc là 90 triệu đô la vẫn ở dưới mức tăng dự trữ 100 triệu đô la, do đó dự trữ vượt mức vẫn tồn tại ở đâu đó trong hệ thống ngân hàng. Các ngân hàng nắm giữ lượng dự trữ vượt mức sẽ cho vay bổ sung, do đó tạo ra các khoản tiền gửi mới; Quá trình này sẽ tiếp tục cho đến khi tất cả các khoản dự trữ trong hệ thống được sử dụng hết, điều này xảy ra khi các khoản tiền gửi giao dịch tăng thêm 1.000 triệu đô la.

Chúng ta cũng có thể thấy điều này bằng cách nhìn vào tài khoản T của toàn bộ hệ thống ngân hàng (bao gồm cả First National Bank):

Hệ thống Ngân hàng

Tài sản có		**Tài sản nợ**	
Chứng khoán	–$ 100 triệu	Tiền gửi giao dịch	+$ 1.000 triệu
Dự trữ	+$ 100 triệu		
Loans	+$ 1.000 triệu		

Quá trình loại bỏ dự trữ vượt mức bằng cách cho vay tiếp tục cho đến khi hệ thống ngân hàng (First National Bank và các ngân hàng A, B, C, D, v.v.) cho vay 1.000 triệu đô la và tạo ra 1.000 triệu đô la tiền gửi. Bằng cách này, 100 triệu đô la dự trữ hỗ trợ số tiền gửi 1.000 triệu đô la (gấp mười lần).

Chỉ trích đối với mô hình đơn giản

Có vẻ như mô hình tạo tiền gửi đa tầng ngụ ý rằng Cục Dự trữ Liên bang có thể kiểm soát hoàn toàn mức tiền gửi giao dịch bằng cách thiết lập tỷ lệ dự trữ bắt buộc và mức dự trữ. So với mô hình đơn giản thực tế việc tạo ra tiền gửi khó tính toán hơn nhiều. Nếu số tiền thu được từ khoản vay 90 triệu đô la của Ngân hàng A không được gửi mà được giữ dưới dạng tiền giấy, thì không có gì được gửi vào Ngân hàng B và quá trình tạo tiền gửi sẽ chấm dứt. Tổng mức tăng cung tiền giờ là mức tăng 90 triệu đô la tiền giấy cộng với 100 triệu

đô la tiền gửi ban đầu được tạo ra từ các khoản vay của First National Bank, được gửi tại Ngân hàng A, tổng cộng chỉ là 190 triệu đô la - ít hơn đáng kể 1.000 triệu đô la mà chúng ta đã tính toán bằng cách sử dụng mô hình đơn giản ở trên. Nói cách khác, tiền giấy không dẫn đến mở rộng tiền gửi đa tầng, còn tiền gửi thì có. Do đó, nếu một số khoản tiền từ cho vay không được gửi vào ngân hàng mà thay vào đó được sử dụng để nâng cao tỷ lệ nắm giữ tiền giấy, thì về tổng thể, bội số mở rộng sẽ thấp hơn và cung tiền không tăng theo lượng dự đoán trong mô hình tạo tiền gửi đa tầng.

Một tình huống khác bị bỏ qua trong mô hình là việc các ngân hàng không dùng toàn bộ lượng dự trữ vượt mức của họ để cho vay hoặc mua chứng khoán. Nếu Ngân hàng A quyết định giữ lại tất cả 90 triệu đô la dự trữ vượt mức của mình, sẽ không có khoản tiền gửi nào tại Ngân hàng B và điều này sẽ dừng quá trình tạo tiền gửi. Tổng số tiền gửi tăng sẽ chỉ là 100 triệu đô la, không phải là mức tăng 1.000 triệu đô la trong ví dụ của chúng ta. Do đó, nếu các ngân hàng chọn giữ toàn bộ hoặc một phần dự trữ vượt mức của họ, thì sự mở rộng tiền gửi toàn phần như trong mô hình tạo tiền đơn giản sẽ không xảy ra nữa.

Các ví dụ của chúng ta chỉ ra rằng Fed không phải là người chơi duy nhất có ảnh hưởng đến mức tiền gửi và cung tiền. Các quyết định của người gửi tiền về việc nắm giữ bao nhiêu tiền giấy và các quyết định của ngân hàng về số lượng nắm giữ dự trữ vượt mức cũng có thể làm cho cung tiền thay đổi.

CÁC YẾU TỐ QUYẾT ĐỊNH CUNG TIỀN

Việc chỉ ra khiếm khuyết của mô hình đơn giản gợi ý cách mở rộng mô hình để thảo luận về tất cả các yếu tố ảnh hưởng đến cung tiền. Hãy lần lượt xem xét sự thay đổi của từng yếu tố, giữ tất cả các yếu tố khác không đổi.

Thay đổi trong cơ sở tiền tệ không vay, MB_n

Như đã trình bày trước đó, việc Fed mua trên thị trường mở làm tăng, và bán trên thị trường mở làm giảm, cơ sở tiền tệ không vay. Giữ tất cả các biến số khác không đổi, sự gia tăng MB_n phát sinh từ giao dịch mua trên thị trường mở làm tăng lượng tiền cơ sở và dự trữ để tạo tiền gửi đa tầng và cung tiền tăng lên. Tương tự, một giao dịch bán trên thị trường mở làm giảm MB_n sẽ thu hẹp lượng tiền cơ sở và dự trữ, do đó gây ra sự thu hẹp tiền gửi đa tầng và giảm cung tiền. Chúng ta có kết quả như sau: ***Cung tiền có quan hệ cùng chiều với cơ sở tiền tệ không vay MB_n.***

Thay đổi của dự trữ vay (*BR*) từ Fed

Sự gia tăng vay nợ từ Fed cung cấp thêm nguồn dự trữ vay và do đó làm tăng lượng cơ sở tiền tệ và dự trữ làm diễn ra quá trình tạo tiền gửi đa tầng, và cung tiền mở rộng. Nếu các ngân hàng giảm mức vay chiết khấu, tất cả các biến số khác không đổi, cơ sở tiền tệ và lượng dự trữ giảm, và cung tiền giảm. Kết quả là: ***Cung tiền có quan hệ cùng chiều với mức dự trữ vay, BR, từ Fed.***

Thay đổi trong tỷ lệ dự trữ bắt buộc, *rr*

Nếu tỷ lệ dự trữ bắt buộc trên tiền gửi giao dịch tăng lên trong khi tất cả các biến số khác, chẳng hạn như cơ sở tiền tệ, giữ nguyên, việc mở rộng tiền gửi đa tầng giảm và do đó cung tiền giảm. Mặt khác, nếu tỷ lệ dự trữ bắt buộc giảm, việc mở rộng bội số tiền gửi tăng lên và cung tiền tăng lên.

Bây giờ chúng ta có kết quả sau: ***Cung tiền có quan hệ ngược chiều với tỷ lệ dự trữ bắt buộc rr.*** Trong quá khứ, Fed đôi khi sử dụng các yêu cầu dự trữ để tác động đến quy mô cung tiền. Tuy nhiên, trong những năm gần đây, yêu cầu về dự trữ ít quan trọng hơn trong việc xác định số nhân tiền và cung tiền, như chúng ta sẽ thấy trong chương tiếp theo.

Thay đổi về dự trữ vượt mức

Khi các ngân hàng tăng lượng dự trữ vượt mức của họ, những khoản dự trữ đó sẽ không còn được cho vay, khiến cho việc tạo tiền gửi đa tầng bị dừng lại, dẫn đến việc nguồn cung tiền ít mở rộng hơn. Mặt khác, nếu các ngân hàng chọn giữ ít dự trữ vượt mức hơn, thì các khoản cho vay và tạo tiền gửi đa tầng sẽ tăng lên, và cung tiền sẽ tăng lên. ***Cung tiền có quan hệ ngược chiều với lượng dự trữ vượt mức.***

Hãy nhớ lại từ Chương 9 rằng lợi ích chính đối với ngân hàng khi nắm giữ dự trữ vượt mức là để bảo hiểm chống thua lỗ do thất thoát tiền gửi; nghĩa là, chúng cho phép ngân hàng không phải triệu hồi khoản vay, bán chứng khoán, vay từ Fed hoặc các công ty khác, hoặc bị phá sản. Nếu các ngân hàng lo sợ thất thoát tiền gửi có khả năng tăng lên (nghĩa là, dòng tiền gửi rút ra kỳ vọng tăng), họ sẽ cần nhiều bảo hiểm hơn để chống lại mối nguy này, và dự trữ vượt mức tăng lên.

Thay đổi trong nắm giữ tiền giấy

Như bạn thấy ở trên, tiền gửi giao dịch có thể mở rộng nhiều lần, trong khi tiền giấy thì không. Do đó, khi các khoản tiền gửi giao dịch được chuyển đổi thành tiền giấy, nếu số lượng dự trữ vượt mức được giữ không đổi, một thành phần có thể nhiều lần mở rộng trong cung tiền đã trở thành thành phần không mở rộng. Mức độ mở rộng tổng thể giảm và cung tiền giảm. Mặt khác, nếu tỷ lệ nắm giữ tiền giấy giảm, có một sự chuyển đổi thành các khoản tiền gửi giao dịch mở rộng nhiều lần, do đó cung tiền sẽ tăng lên. Phân tích này đưa ra kết quả sau: ***Nếu lượng dự trữ vượt mức không đổi, lượng cung tiền có quan hệ ngược chiều với việc nắm giữ tiền giấy.***

KHÁI QUÁT VỀ QUÁ TRÌNH CUNG TIỀN

Bây giờ ta đã có một mô hình về quá trình cung tiền, trong đó cả ba người chơi - Hệ thống Dự trữ Liên bang, người gửi tiền và ngân hàng - đều ảnh hưởng trực tiếp đến lượng cung tiền. Để trợ giúp nghiên cứu, Bảng Tóm tắt 1 biểu thị các phản ứng của cung tiền đối với năm yếu tố được thảo luận ở trên và đưa ra tóm tắt ngắn gọn về lý do đằng sau chúng

Các biến được nhóm theo người chơi có ảnh hưởng lớn tới biến đó. Ví dụ, Cục Dự trữ Liên bang ảnh hưởng đến cung tiền bằng cách kiểm soát hai biến số đầu tiên. Người gửi tiền ảnh hưởng đến cung tiền thông qua các quyết định của họ về việc nắm giữ tiền giấy, trong khi các ngân hàng ảnh hưởng đến lượng cung tiền bằng các quyết định của họ về các khoản vay từ Fed và dự trữ vượt mức.

BẢNG TÓM TẮT 1

Phản ứng của cung tiền

Người chơi	**Biến**	**Thay đổi trong biến**	**Phản ứng của cung tiền**	**Lý do**
Hệ thống Dự trữ Liên bang	Cơ sở tiền tệ không vay, MB_n	↑	↑	Thêm MB để tạo tiền gửi
	Tỷ lệ dự trữ bắt buộc, *rr*	↑	↓	Mở rộng tiền gửi đa tầng thấp hơn
Ngân hàng	Dự trữ vay, *BR*	↑	↑	Thêm MB để tạo tiền gửi
	Dự trữ vượt mức	↑	↓	Cho vay và tạo tiền gửi ít hơn
Người gửi tiền	Tiền giấy nắm giữ	↑	↓	Mở rộng tiền gửi đa tầng thấp hơn

Lưu ý: Chỉ những sự tăng lên (↑) trong các biến được hiển thị. Tác động của việc giảm cung tiền sẽ ngược lại với những tác động được chỉ ra trong cột "Phản ứng của cung tiền".

SỐ NHÂN TIỀN

Các phân tích định tính trong phần trước đủ để bạn hiểu cách thức hoạt động của quá trình cung tiền. Đối với những bạn thiên về toán hơn, chúng ta có thể rút ra tất cả các kết quả trên bằng cách sử dụng một khái niệm gọi là **số nhân tiền**, ký hiệu là m, cho chúng ta biết cung tiền thay đổi bao nhiêu đối với một thay đổi nhất định trong cơ sở tiền tệ. Mối quan hệ giữa cung tiền *M*, số nhân tiền và cơ sở tiền tệ được mô tả bằng phương trình sau:

$$M = m \times MB \qquad (2)$$

Số nhân tiền *m* cho chúng ta biết bội số của cơ sở tiền tệ được chuyển thành cung tiền là bao nhiêu. Bởi vì số nhân tiền thường lớn hơn 1, nên người ta có lý khi đặt cho cơ sở tiền tệ một cái tên khác là *tiền mạnh*: Một thay đổi 1 đô la trong cơ sở tiền tệ thường dẫn đến thay đổi lớn hơn 1 đô la trong cung tiền.

Công thức số nhân tiền

Giả sử mong muốn nắm giữ tiền giấy C và dự trữ vượt mức *ER* tăng lên tương ứng với các khoản tiền gửi giao dịch D; nói cách khác, chúng ta giả định rằng ở trạng thái cân bằng, tỷ lệ của các hạng mục này so với tiền gửi giao dịch là hằng số, như dấu ngoặc nhọn trong các biểu thức sau đây chỉ ra:

$$c = \{C/D\} = \text{tỷ lệ tiền giấy}$$

$$e = \{ER/D\} = \text{tỷ lệ dự trữ vượt mức}$$

Bây giờ chúng ta sẽ rút ra một công thức mô tả tỷ lệ tiền giấy mà người gửi tiền mong muốn, tỷ lệ dự trữ vượt mức mong muốn của các ngân hàng và tỷ lệ dự trữ bắt buộc do Fed đặt ra ảnh hưởng đến hệ số nhân *m*. Chúng ta bắt đầu triển khai mô hình cung tiền với phương trình sau:

$$R = RR + ER$$

cho thấy lượng dự trữ trong hệ thống ngân hàng R bằng tổng dự trữ bắt buộc *RR* và dự trữ vượt mức *ER*. (Lưu ý rằng phương trình này thống nhất với điều kiện cân bằng *RR* = *R* được đưa ra trước đó, khi ta giả định dự trữ vượt mức bằng không.)

Tổng lượng dự trữ bắt buộc bằng tỷ lệ dự trữ bắt buộc nhân với lượng tiền gửi giao dịch *D*:

$$RR = rr \times D$$

Thay *RR* bằng $rr \times D$ trong phương trình đầu tiên tạo ra một phương trình liên kết các khoản dự trữ trong hệ thống ngân hàng với lượng tiền gửi giao dịch và lượng dự trữ vượt mức mà chúng có thể hỗ trợ:

$$R = (rr \times D) + ER$$

Điểm mấu chốt ở đây là Fed thiết lập tỷ lệ dự trữ bắt buộc *rr* nhỏ hơn 1. Do đó, 1 đô la dự trữ có thể hỗ trợ hơn 1 đô la tiền gửi và có thể mở rộng tiền gửi đa tầng.

Hãy xem một ví dụ thực tế. Nếu dự trữ vượt mức được giữ ở mức 0 ($ER = 0$), tỷ lệ dự trữ bắt buộc $rr = 0{,}10$ và lượng tiền gửi giao dịch trong hệ thống ngân hàng là 1.600 tỷ đô la, thì lượng dự trữ cần thiết để hỗ trợ các khoản tiền gửi này là 160 tỷ đô la. (= 0,10 x 1,600 tỷ đô la). 160 tỷ đô la dự trữ có thể hỗ trợ gấp mười lần cho tiền gửi giao dịch vì sẽ xảy ra quá trình tạo tiền gửi đa tầng.

Vì cơ sở tiền tệ *MB* bằng tiền giấy *C* cộng với dự trữ *R*, chúng ta có thể tạo ra một phương trình liên kết lượng cơ sở tiền tệ với số lượng tiền gửi giao dịch và tiền giấy bằng cách thêm tiền giấy vào cả hai vế của phương trình phía trên:

$$MB = R + C = (rr \times D) + ER + C$$

Lưu ý rằng phương trình này cho thấy lượng cơ sở tiền tệ cần thiết để hỗ trợ lượng tiền gửi giao dịch, tiền giấy và dự trữ vượt mức hiện có.

Để rút ra công thức số nhân tiền theo tỷ lệ tiền giấy $c = \{C/D\}$ và tỷ lệ dự trữ vượt mức $e = \{ER/D\}$, chúng ta viết lại phương trình cuối cùng, với C bằng $c \times D$ và *ER* bằng $e \times D$:

$$MB = (rr \times D) + (e \times D) + (c \times D) = (rr + e + c) \times D$$

Tiếp theo, chúng ta chia cả hai vế của phương trình cho thành phần trong dấu ngoặc đơn để có được công thức liên kết các khoản tiền gửi giao dịch *D* với cơ sở tiền tệ *MB*:

$$D = \frac{1}{rr + e + c} \times MB \qquad (3)$$

Sử dụng thước đo cung tiền M1, bao gồm tiền giấy và tiền gửi giao dịch ($M = D + C$) và một lần nữa đặt *C* là $c \times D$, chúng ta nhận được

$$M = D + (c \times D) = (1 + c) \times D$$

Thay vào phương trình này, biểu thức cho D từ Phương trình 3 sẽ thu được

$$M = \frac{1+c}{rr+e+c} \times MB \tag{4}$$

Chúng ta đã suy ra một biểu thức dưới dạng Công thức 2. Như bạn có thể thấy, tỷ lệ nhân MB lên chính là số nhân tiền, cho biết mức cung tiền thay đổi như thế nào để đáp ứng với một thay đổi nhất định trong cơ sở tiền tệ (tiền mạnh). Do đó, số nhân tiền m bằng

$$m = \frac{1+c}{rr+e+c} \tag{5}$$

Đây là một hàm của tỷ lệ tiền giấy c do người gửi tiền quyết định, tỷ lệ dự trữ vượt mức e do các ngân hàng quyết định, và tỷ lệ dự trữ bắt buộc rr do Fed quyết định.

Ý nghĩa đằng sau hệ số nhân tiền

Để hiểu ý nghĩa của số nhân tiền, hãy xây dựng một ví dụ số với các con số thực tế cho các biến sau:

rr = tỷ lệ dự trữ bắt buộc = 0,10
C = tiền giấy = 1.200 tỷ đô la
D = tiền gửi giao dịch = 1.600 tỷ đô la
ER = dự trữ vượt mức = 2.500 tỷ đô la
M = cung tiền (M1) = $C + D$ = 2.800 tỷ đô la

Từ những con số này, chúng ta có thể tính toán các giá trị cho tỷ lệ tiền giấy c và tỷ lệ dự trữ vượt mức e:

$$c = \frac{1.200}{1.600} = 0,75$$

$$c = \frac{2.500}{1.600} = 1,56$$

Giá trị kết quả của số nhân tiền là

$$m = \frac{1+0,75}{0,1+1,56+0,75} = \frac{1,75}{2,41} = 0,73$$

Hệ số nhân tiền bằng 0,73 cho chúng ta biết rằng, với tỷ lệ dự trữ bắt buộc là 10% trên các khoản tiền gửi giao dịch và hành vi của người gửi tiền, được biểu thị bằng c = 0,75 và các ngân hàng, được biểu thị bằng e = 1,56, 1 đô la tăng lên trong cơ sở tiền tệ dẫn tới cung tiền (M1) tăng 0,73 đô la.

Một đặc điểm quan trọng của hệ số nhân tiền là nó nhỏ hơn nhiều so với hệ số nhân tiền gửi đơn giản bằng 10 trước đó trong chương. Có hai lý do cho kết quả này. Đầu tiên, ***mặc dù tiền gửi có nhiều tầng mở rộng, nhưng tiền giấy thì không***. Do đó, nếu một bộ phận nào đó của sự gia tăng lượng tiền mạnh được chuyển thành tiền giấy, thì bộ phận này không trải qua mở rộng tiền gửi đa tầng. Trong mô hình đơn giản của chúng ta ở đầu chương, chúng ta đã bỏ qua khả năng này, và do đó, sự gia tăng dự trữ dẫn đến giới hạn tối đa của việc tạo tiền gửi đa tầng. Tuy nhiên, trong mô hình hiện tại của chúng ta về số nhân tiền, mức tiền giấy sẽ tăng lên khi cơ sở tiền tệ MB và các khoản tiền gửi giao dịch D tăng

lên, vì c lớn hơn 0. Như ta đã phân tích, bất kỳ sự gia tăng MB nào đi vào tiền giấy sẽ không được nhân lên, vì vậy chỉ một phần của sự gia tăng MB có thể hỗ trợ mở rộng đa tầng các khoản tiền gửi giao dịch. Mức mở rộng tiền gửi đa tầng tổng thể phải thấp hơn, có nghĩa là mức tăng M, với một mức tăng MB cho trước, nhỏ hơn so với mô hình đơn giản trước đó trong chương.

Thứ hai, vì e là số dương, ***bất kỳ sự gia tăng nào trong cơ sở tiền tệ và tiền gửi đều dẫn đến dự trữ vượt mức cao hơn.*** Khi MB và D tăng, làm tăng dự trữ vượt mức có nghĩa là lượng dự trữ được sử dụng để hỗ trợ các khoản tiền gửi giao dịch không tăng nhiều như dự kiến. Do đó, lượng tiền gửi giao dịch tăng lên và cung tiền thấp hơn, và số nhân tiền nhỏ hơn.

Trước năm 2008, tỷ lệ dự trữ vượt mức e hầu như luôn rất gần bằng 0 (nhỏ hơn 0,001), và do đó tác động của nó lên số nhân tiền (Phương trình 5) về cơ bản là không đủ mạnh. Khi e gần bằng 0, hệ số nhân tiền luôn lớn hơn 1 và ở khoảng 1,6 trong khoảng thời gian đó. Tuy nhiên, như chúng ta sẽ thấy trong chương tiếp theo, chính sách tiền tệ phi truyền thống trong cuộc khủng hoảng tài chính toàn cầu đã khiến lượng dự trữ vượt mức tăng vọt lên hơn 2 nghìn tỷ đô la. Giá trị e cực lớn như vậy đã làm cho hệ số dự trữ vượt mức trong phương trình số nhân tiền trở nên khá lớn, và do đó hệ số nhân tiền giảm xuống dưới 1, như đã thảo luận ở trên.

Phản ứng của cung tiền đối với thay đổi của các yếu tố

Khi coi cơ sở tiền tệ là $MB = MB_n + BR$, chúng ta có thể viết lại Phương trình 2 dưới dạng

$$M = m \times (MB_n + BR) \qquad (6)$$

Bây giờ, chúng ta có thể hiển thị bằng toán tất cả các kết quả được đưa ra trong Bảng Tóm tắt 1, cho thấy cách cung tiền phản ứng với những thay đổi của các yếu tố.

Như bạn có thể thấy từ Công thức 6, MB_n hoặc BR tăng sẽ làm tăng cung tiền M vì số nhân tiền m luôn lớn hơn 0. Chúng ta có thể thấy tỷ lệ dự trữ bắt buộc rr tăng làm giảm lượng cung tiền bằng cách tính giá trị của số nhân tiền (sử dụng Công thức 5) trong ví dụ số của chúng ta khi rr tăng từ 10% đến 15% (giữ nguyên tất cả các biến khác). Khi đó số nhân tiền trở thành

$$m = \frac{1+0,75}{0,15+1,56+0,75} = \frac{1,75}{2,46} = 0,71$$

như chúng ta mong đợi, con số này nhỏ hơn 0,73.

Tương tự, chúng ta có thể thấy sự gia tăng dự trữ vượt mức làm giảm lượng cung tiền bằng cách tính số nhân tiền khi e tăng từ 1,56 lên 3,0. Hệ số nhân tiền giảm từ 0,73 xuống

$$m = \frac{1+0,75}{0,1+3,00+0,75} = \frac{1,75}{3,85} = 0,45$$

Ta cũng có thể phân tích điều gì xảy ra trong ví dụ số của mình khi tỷ lệ tiền giấy c tăng từ 0,75 lên 1,50. Trong trường hợp này, một điều đặc biệt xảy ra. Thay vì giảm, hệ số nhân tiền tăng từ 0,73 lên

$$m = \frac{1+1,50}{0,1+1,56+1,50} = \frac{2,50}{3,16} = 0,79$$

Thoạt nhìn, kết quả này có vẻ sai sai. Xét cho cùng, một đô la cơ sở tiền tệ chuyển thành tiền giấy chỉ làm tăng cung tiền thêm một đô la, trong khi một đô la cơ sở tiền tệ đi vào tiền gửi dẫn đến mở rộng tiền gửi đa tầng làm tăng cung tiền lên hệ số 10. Do đó, có vẻ như sự chuyển dịch từ tiền gửi sang tiền giấy sẽ làm giảm tổng mức mở rộng đa tầng và

cung tiền. Suy luận này đúng, nhưng nó giả định một tỷ lệ dự trữ vượt mức thấp. Trong thời điểm bình thường, tỷ lệ dự trữ vượt mức thường gần bằng không. Tuy nhiên, trong tình hình hiện tại của chúng ta, với tỷ lệ dự trữ vượt mức e cao một cách bất thường, khi một đô la chuyển từ tiền gửi sang tiền giấy, lượng dự trữ vượt mức giảm đi một lượng lớn, điều này giải phóng dự trữ để hỗ trợ nhiều tiền gửi hơn, làm hệ số nhân tiền tăng lên.[8]

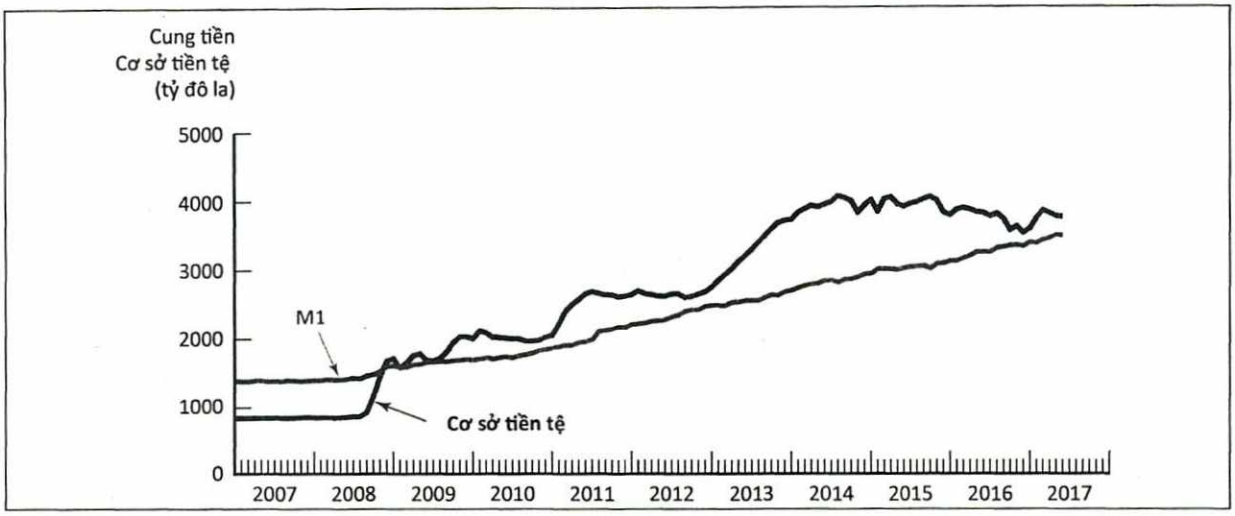
ỨNG DỤNG Nới lỏng định lượng và Cung tiền, 2007–2017

Khi cuộc khủng hoảng tài chính toàn cầu bắt đầu vào mùa thu năm 2007, Fed đã khởi xướng các chương trình cho vay và chương trình mua tài sản quy mô lớn nhằm nỗ lực thúc đẩy nền kinh tế. Đến năm 2017, những giao dịch mua chứng khoán này đã khiến bảng cân đối kế toán của Fed tăng gấp 5 lần và cơ sở tiền tệ tăng hơn 350%. Các chương trình cho vay và mua tài sản này, được thảo luận kỹ hơn trong Chương 15, đã dẫn đến sự mở rộng đáng kể của cơ sở tiền tệ và được đặt tên là "nới lỏng định lượng". Như phân tích trong chương này chỉ ra, sự mở rộng cơ sở tiền tệ mạnh như vậy có thể dẫn đến sự mở rộng cung tiền. Tuy nhiên, như trong Hình 1, khi cơ sở tiền tệ tăng hơn 350%, cung tiền M1 chỉ tăng 150%. Có thể giải thích kết quả này thế nào bằng cách sử dụng mô hình cung tiền của chúng ta?

Câu trả lời là mặc dù cơ sở tiền tệ tăng mạnh, cung tiền tăng ít hơn nhiều do số nhân tiền giảm khoảng 50%. Để giải thích sự sụt giảm số nhân tiền này, hãy xem Hình 2, biểu đồ này cho thấy tỷ lệ tiền giấy c và tỷ lệ dự trữ vượt mức e trong giai đoạn 2007–2017. Chúng ta thấy rằng tỷ lệ tiền giấy có một xu hướng giảm nhẹ, điều này sẽ làm số nhân tiền tăng lên, chứ không giảm xuống. Thay vào đó, chúng ta phải nhìn vào sự gia tăng bất thường của tỷ lệ dự trữ vượt mức e, đã tăng với mức hơn 1.000 lần sau tháng 9 năm 2007.

Vì đâu mà có sự gia tăng đáng kể này trong tỷ lệ dự trữ vượt mức e? Các hành động của Fed đã tạo ra nhiều dự trữ hơn mức mà các ngân hàng cần để đáp ứng các yêu cầu dự trữ của họ. Các ngân hàng sẵn sàng giữ lại mức tăng dự trữ vượt mức khổng lồ bởi vì sau khi Fed bắt đầu trả lãi cho những khoản dự trữ này bắt đầu từ năm 2008, lãi suất của dự trữ thường cao hơn lãi suất mà các ngân hàng có thể cho vay trên thị trường quỹ liên bang. Vì dự trữ vượt mức có chi phí rất nhỏ hoặc thậm chí âm, các ngân hàng sẵn sàng chấp nhận tỷ lệ dự trữ vượt mức e cao hơn nhiều. Theo mô hình cung tiền, sự gia tăng mạnh mẽ của e đã làm giảm mạnh số nhân tiền, và do đó cung tiền không tăng mạnh, mặc dù cơ sở tiền tệ đã tăng lên rất nhiều. ◆

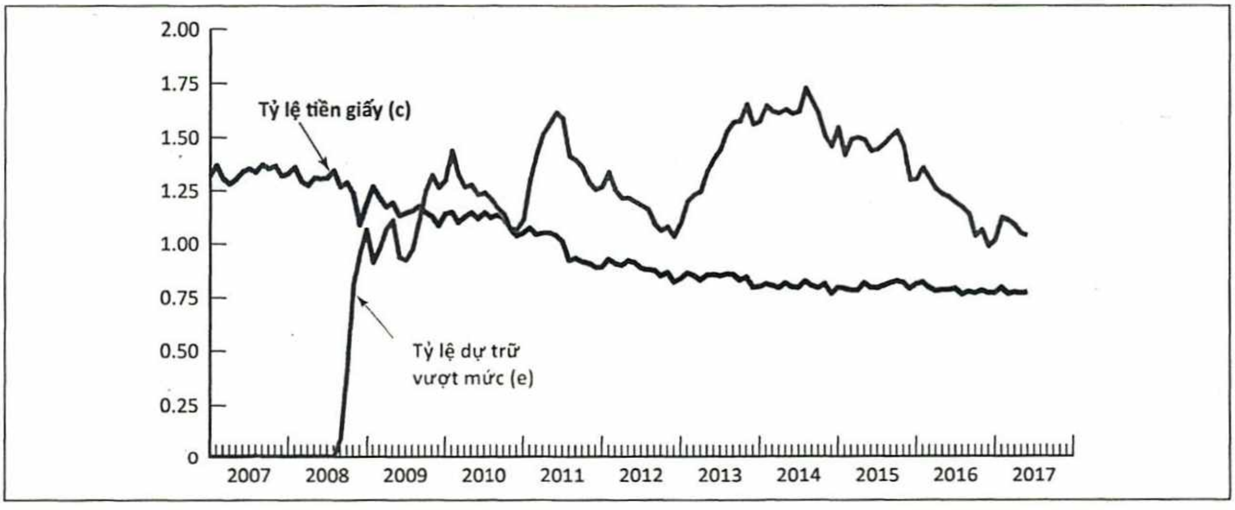
[8]Tất cả các kết quả trên có thể được suy ra tổng quát hơn từ công thức Công thức 5 cho m như sau. Khi rr hoặc e tăng, mẫu số của số nhân tiền tăng, và do đó số nhân tiền phải giảm. Miễn là $rr + e$ nhỏ hơn 1 (như thường lệ), sự gia tăng của c làm tăng mẫu số của số nhân tiền theo tỷ lệ với nhiều hơn nó làm tăng tử số. Sự gia tăng của c làm cho số nhân tiền giảm xuống. Mặt khác, khi $rr + e$ lớn hơn 1 (tình hình hiện tại), sự gia tăng của c làm tăng tử số của số nhân tiền theo tỷ lệ hơn nó làm tăng mẫu số, do đó số nhân tiền tăng lên. Để biết thêm thông tin cơ bản về tỷ lệ tiền giấy c, hãy tham khảo phụ lục thứ ba của chương này tại www.pearson.com/mylab/economics. Nhớ lại rằng số nhân tiền trong Công thức 5 là định nghĩa M1 của tiền. Phụ lục 2 của Chương 14 tại www.pearson.com/mylab/economics thảo luận về cách xác định số nhân cho M2.



HÌNH 1 **M1 và Cơ sở tiền tệ, 2007–2017**

Cung tiền chỉ tăng 150% mặc dù cơ sở tiền tệ tăng hơn 350%.

Nguồn: Cơ sở dữ liệu của Ngân hàng Dự trữ Liên bang St. Louis FRED: https://fred.stlouisfed.org/series/BOGMBASE; https://fred.stlouisfed.org/series/M1SL.



HÌNH 2 **Dự trữ vượt mức và Tỷ lệ tiền tệ, 2007–2017**

Tỷ lệ tiền giấy *c* tương đối ổn định trong giai đoạn này, trong khi tỷ lệ dự trữ vượt mức *e* đã tăng lên hơn 1.000 lần.

Nguồn: Cơ sở dữ liệu của Ngân hàng Dự trữ Liên bang St. Louis FRED: https://fred.stlouisfed.org/series/EXCSRESNS; https://fred.stlouisfed.org/series/CURRCIR; https://fred.stlouisfed.org/series/TCDNS.

TÓM LƯỢC

1. Ba người chơi tham gia vào quá trình cung ứng tiền là ngân hàng trung ương, các ngân hàng (định chế tiền gửi) và người gửi tiền.
2. Cần nắm rõ bốn khoản mục trong bảng cân đối kế toán của Fed để chúng ta hiểu về quy trình cung ứng tiền: hai khoản mục nợ phải trả, tiền giấy và dự trữ, cùng tạo nên cơ sở tiền tệ; và hai khoản mục tài sản là chứng khoán và các khoản vay cho các định chế tài chính.
3. Cục Dự trữ Liên bang kiểm soát cơ sở tiền tệ thông qua Nghiệp vụ thị trường mở và các khoản cho vay các định chế tài chính và kiểm soát cơ sở tiền tệ tốt hơn so với dự trữ. Mặc dù tiền đang chuyển và tiền gửi Kho bạc tại Fed trải qua những biến động đáng kể trong ngắn hạn, điều này làm phức tạp thêm việc kiểm soát cơ sở tiền tệ, chúng không ngăn cản Fed kiểm soát chính xác cơ sở tiền tệ.
4. Một ngân hàng có thể cho vay lên tới lượng dự trữ vượt mức của mình, do đó tạo ra một lượng tiền gửi tương đương. Hệ thống ngân hàng có thể tạo ra nhiều đợt mở rộng tiền gửi, bởi vì khi mỗi ngân hàng cho vay và tạo tiền gửi, thì các khoản dự trữ sẽ được chuyển đến một ngân hàng khác, ngân hàng này sử dụng chúng để cho vay và tạo thêm tiền gửi. Trong mô hình đơn giản của việc tạo tiền gửi đa tầng, tại đó các ngân hàng không giữ dự trữ vượt mức và công chúng không giữ tiền giấy, bội số gia tăng tiền gửi giao dịch (số nhân tiền gửi đơn giản) bằng với tỷ lệ dự trữ bắt buộc.
5. Mô hình tạo tiền gửi đa tầng đơn giản có những khiếm khuyết nghiêm trọng. Quyết định tăng lượng nắm giữ tiền giấy của người gửi tiền hoặc quyết định giữ lượng dự trữ vượt mức của các ngân hàng sẽ dẫn đến việc mở rộng lượng tiền gửi ít hơn so với dự đoán của mô hình đơn giản. Cả ba bên - Fed, ngân hàng và người gửi tiền - đều quan trọng trong việc xác định nguồn cung tiền.
6. Cung tiền có quan hệ thuận chiều với cơ sở tiền tệ không vay MB_n, được xác định bởi Nghiệp vụ thị trường mở và mức dự trữ vay (cho vay) từ Fed, *BR*. Cung tiền có quan hệ ngược chiều với tỷ lệ dự trữ bắt buộc, rr và dự trữ vượt mức. Cung tiền cũng có quan hệ ngược chiều với việc nắm giữ tiền giấy nhưng chỉ khi dự trữ vượt mức không thay đổi nhiều khi có sự thay đổi giữa tiền gửi và dòng tiền. Mô hình của quá trình cung tiền có tính đến hành vi của cả ba người chơi trong quá trình cung tiền: Fed thông qua các Nghiệp vụ thị trường mở và thiết lập tỷ lệ dự trữ bắt buộc; các ngân hàng thông qua quyết định vay từ Cục Dự trữ Liên bang và nắm giữ các khoản dự trữ vượt mức; và người gửi tiền thông qua quyết định của họ về việc nắm giữ tiền giấy.
7. Cơ sở tiền tệ được liên kết với cung tiền bằng cách sử dụng khái niệm số nhân tiền, cho chúng ta biết mức cung tiền thay đổi khi cơ sở tiền tệ thay đổi.

THUẬT NGỮ QUAN TRỌNG

dự trữ vay, 325
lãi suất chiết khấu, 320
dự trữ vượt mức, 320
tiền đang chuyển, 324
tiền mạnh, 319
cơ sở tiền tệ, 319
số nhân tiền, 334
tạo tiền gửi đa tầng, 325
cơ sở tiền tệ không vay, 325
Nghiệp vụ thị trường mở, 321
mua trên thị trường mở, 321
bán trên thị trường mở, 321
thương nhân sơ cấp, 321
tỷ lệ dự trữ bắt buộc, 320
dự trữ bắt buộc, 320
dự trữ, 320
số nhân tiền gửi đơn giản, 330

CÂU HỎI

Tất cả các câu hỏi đều có trong **MyLab Economics** *tại* www.pearson.com/mylab/economics. Trừ khi có ghi chú khác, tất cả các câu hỏi đều có những giả định sau: Tỷ lệ dự trữ bắt buộc đối với tiền gửi giao dịch là 10%, các ngân hàng không giữ bất kỳ khoản dự trữ vượt mức nào và tỷ lệ nắm giữ tiền giấy của công chúng không thay đổi.

1. Phân loại từng giao dịch này thành tài sản, nợ phải trả hoặc không cho từng "người chơi" trong quy trình cung ứng

tiền - Cục Dự trữ Liên bang, các ngân hàng và người gửi tiền.

a. Bạn vay 10.000 đô la từ ngân hàng để mua một chiếc ô tô.

b. Bạn gửi 400 đô la vào tài khoản séc của mình tại ngân hàng địa phương.

c. Fed cung cấp một khoản vay khẩn cấp cho một ngân hàng trị giá 1.000.000 đô la.

d. Một ngân hàng vay khoản vay qua đêm 500.000 đô la từ một ngân hàng khác.

e. Bạn sử dụng thẻ ghi nợ của mình để mua một bữa ăn tại nhà hàng với giá 100 đô la.

2. First National Bank nhận thêm 100 đô la dự trữ nhưng quyết định không cho vay bất kỳ khoản nào trong số dự trữ này. Có bao nhiêu tiền gửi được tạo ra cho toàn bộ hệ thống ngân hàng?
3. Giả sử Fed mua 1 triệu đô la trái phiếu từ First National Bank. Nếu First National Bank và tất cả các ngân hàng khác sử dụng sự gia tăng dự trữ chỉ để mua chứng khoán và không cho vay, điều gì sẽ xảy ra với các khoản tiền gửi giao dịch?
4. Nếu một người gửi tiền ngân hàng rút 1.000 đô la tiền giấy từ tài khoản, điều gì sẽ xảy ra với các khoản dự trữ, tiền gửi giao dịch và cơ sở tiền tệ?
5. Nếu một ngân hàng bán 10 triệu đô la trái phiếu cho Fed để trả lại 10 triệu đô la cho khoản vay mà ngân hàng đó nợ, thì mức độ tiền gửi giao dịch sẽ ảnh hưởng như thế nào?
6. Nếu bạn quyết định giữ ít hơn 100 đô la tiền mặt so với bình thường và do đó có thêm 100 đô la tiền mặt gửi vào ngân hàng, điều này sẽ ảnh hưởng gì đến các khoản tiền gửi giao dịch trong hệ thống ngân hàng nếu tỷ lệ nắm giữ tiền mặt trong phần còn lại của công chúng không đổi?
7. "Fed có thể kiểm soát hoàn toàn lượng dự trữ trong hệ thống". Tuyên bố này đúng, sai hay không chắc chắn? Giải thích.
8. "Fed có thể kiểm soát hoàn toàn lượng cơ sở tiền tệ, nhưng có ít quyền kiểm soát hơn đối với thành phần của cơ sở tiền tệ." Tuyên bố này đúng, sai hay không chắc chắn? Giải thích.
9. Fed mua 100 triệu đô la trái phiếu từ công chúng và cũng hạ tỷ lệ dự trữ bắt buộc xuống. Điều gì sẽ xảy ra với cung tiền?
10. Mô tả mỗi nhóm sau đây có thể ảnh hưởng như thế nào đến lượng cung tiền: (a) ngân hàng trung ương; (b) ngân hàng; và (c) người gửi tiền.
11. "Số nhân tiền nhất thiết phải lớn hơn 1." Câu nói này đúng, sai hay không chắc chắn? Giải thích câu trả lời của bạn.
12. Một cơn hoảng loạn tài chính có thể có ảnh hưởng gì đến số nhân tiền và cung tiền? Tại sao?
13. Trong những năm Đại suy thoái 1930-1933, cả tỷ lệ tiền giấy c và tỷ lệ dự trữ vượt mức e đều tăng đáng kể. Những yếu tố này có ảnh hưởng gì đến số nhân tiền?
14. Vào tháng 10 năm 2008, Cục Dự trữ Liên bang bắt đầu trả lãi cho số tiền dự trữ vượt mức mà các ngân hàng nắm giữ. Làm thế nào, nếu có, điều này có thể ảnh hưởng đến quá trình nhân tiền và cung tiền?
15. Số nhân tiền đã giảm đáng kể trong giai đoạn 1930–1933 và cả trong cuộc khủng hoảng tài chính 2008–2010 gần đây. Tuy nhiên, cung tiền M1 đã giảm 25% trong thời kỳ suy thoái nhưng lại tăng hơn 20% trong cuộc khủng hoảng tài chính gần đây. Điều gì giải thích cho sự khác biệt về kết quả này?

BÀI TẬP ÁP DỤNG

Tất cả các bài tập áp dụng đều có trong **MyLab Economics** tại www.pearson.com/mylab/economics. Trừ khi có ghi chú khác, các giả định sau được đưa ra trong tất cả các bài tập áp dụng: Tỷ lệ dự trữ bắt buộc đối với tiền gửi giao dịch là 10%, các ngân hàng không giữ bất kỳ khoản dự trữ vượt mức nào và tỷ lệ nắm giữ tiền giấy của công chúng không thay đổi.

16. Nếu Fed bán 2 triệu đô la trái phiếu cho First National Bank, điều gì sẽ xảy ra đối với dự trữ và cơ sở tiền tệ? Sử dụng tài khoản T để giải thích câu trả lời của bạn.
17. Nếu Fed bán 2 triệu đô la trái phiếu cho Irving_Nhà đầu tư, người thanh toán trái phiếu bằng một chiếc cặp đựng đầy tiền giấy, điều gì sẽ xảy ra với dự trữ và cơ sở tiền tệ? Sử dụng tài khoản T để giải thích câu trả lời của bạn.
18. Nếu Fed cho 5 ngân hàng vay tổng cộng 100 triệu đô la nhưng người gửi tiền rút 50 triệu đô la và giữ nó như một loại tiền tệ, điều gì sẽ xảy ra với dự trữ và cơ sở tiền tệ? Sử dụng tài khoản T để giải thích câu trả lời của bạn.
19. Sử dụng tài khoản T, hãy cho biết điều gì sẽ xảy ra với các khoản tiền gửi giao dịch trong hệ thống ngân hàng khi Fed cho First National Bank vay 1 triệu đô la.
20. Sử dụng tài khoản T, hãy cho biết điều gì sẽ xảy ra với các khoản tiền gửi giao dịch trong hệ thống ngân hàng khi Fed bán 2 triệu đô la trái phiếu cho First National Bank.
21. Nếu Fed mua 1 triệu đô la trái phiếu từ First National Bank, nhưng thêm 10% của bất kỳ khoản tiền gửi nào

được giữ làm dự trữ vượt mức, thì tổng số tiền gửi giao dịch tăng lên là bao nhiêu? (Gợi ý: Sử dụng tài khoản T để hiển thị những gì xảy ra ở mỗi bước của quá trình mở rộng đa tầng.)

22. Nếu dự trữ trong hệ thống ngân hàng tăng 1 tỷ đô la do Fed cho các định chế tài chính vay 1 tỷ đô la, và tiền gửi giao dịch tăng thêm 9 tỷ đô la, tại sao hệ thống ngân hàng không ở trạng thái cân bằng? Điều gì sẽ tiếp tục xảy ra trong hệ thống ngân hàng cho đến khi đạt được trạng thái cân bằng? Hiển thị tài khoản T cho hệ thống ngân hàng ở trạng thái cân bằng.
23. Nếu Fed giảm dự trữ bằng cách bán trái phiếu trị giá 5 triệu đô la cho các ngân hàng, tài khoản T của hệ thống ngân hàng sẽ như thế nào khi hệ thống ngân hàng ở trạng thái cân bằng? Điều gì sẽ xảy ra với mức tiền gửi giao dịch?
24. Nếu Fed bán 1 triệu đô la trái phiếu và các ngân hàng giảm khoản vay từ Fed đi 1 triệu đô la, hãy dự đoán điều gì sẽ xảy ra với lượng cung tiền.
25. Giả sử tiền tệ đang lưu thông là 600 tỷ đô la, lượng tiền gửi giao dịch là 900 tỷ đô la, và dự trữ vượt mức là 15 tỷ đô la.

    a. Tính cung tiền, tỷ lệ tiền gửi, tỷ lệ dự trữ vượt mức và số nhân tiền.

    b. Giả sử ngân hàng trung ương tiến hành một đợt mua trái phiếu trên thị trường mở với quy mô lớn bất thường của các ngân hàng trị giá 1.400 tỷ đô la do nền kinh tế suy thoái mạnh. Giả sử các tỷ lệ bạn đã tính trong phần (a) không đổi, hãy dự đoán ảnh hưởng đến lượng cung tiền.

    c. Giả sử ngân hàng trung ương thực hiện giao dịch mua thị trường mở tương tự như trong phần (b), ngoại trừ việc các ngân hàng chọn giữ tất cả số tiền thu được như một khoản dự trữ vượt mức thay vì cho vay, do lo sợ về khủng hoảng tài chính. Giả sử rằng tiền tệ và tiền gửi giữ nguyên, điều gì xảy ra với lượng dự trữ vượt mức, tỷ lệ dự trữ vượt mức, cung tiền và số nhân tiền?

    d. Trong cuộc khủng hoảng tài chính năm 2008, Cục Dự trữ Liên bang bắt đầu bơm vào hệ thống ngân hàng một lượng lớn thanh khoản, đồng thời, rất ít cho vay xảy ra. Kết quả là, hệ số nhân tiền M1 ở mức dưới 1 trong hầu hết thời gian từ tháng 10 năm 2008 đến năm 2011. Tình huống này liên quan như thế nào đến câu trả lời của bạn cho phần (c)?

BÀI TẬP PHÂN TÍCH DỮ LIỆU

Các bài tập được cập nhật bằng dữ liệu thời gian thực trong **MyLab Economics** và có thể dùng để thực hành hoặc để làm bài tập lớn.

1. Truy cập cơ sở dữ liệu FRED của Cục Dự trữ Liên bang St. Louis và tìm dữ liệu mới nhất hiện có về Tiền giấy (CURRNS), Tổng số tiền gửi giao dịch (TCDNS), Tổng dự trữ (RESBALNS) và Dự trữ bắt buộc (RESBALREQ).
    a. Tính giá trị của tỷ lệ tiền giấy trên tiền gửi c.
    b. Sử dụng RESBALNS và RESBALREQ để tính lượng dự trữ vượt mức, sau đó tính giá trị của tỷ lệ dự trữ vượt mức e. Hãy chắc chắn rằng các đơn vị của tổng và dự trữ bắt buộc giống nhau khi bạn tính toán.
    c. Giả sử tỷ lệ dự trữ bắt buộc rr là 11%, hãy tính giá trị của số nhân tiền m.
2. Truy cập cơ sở dữ liệu FRED của Cục Dự trữ Liên bang St. Louis và tìm dữ liệu về Chứng khoán Tiền tệ M1 (M1SL) và Cơ sở Tiền tệ (AMBSL).
    a. Tính giá trị của số nhân tiền sử dụng dữ liệu gần đây nhất và dữ liệu từ năm năm trước.
    b. Dựa trên câu trả lời của bạn cho phần (a), việc mua chứng khoán trên thị trường mở trị giá 100 triệu đô la sẽ ảnh hưởng bao nhiêu đến lượng cung tiền M1 ngày nay và năm năm trước?

BÀI TẬP WEB

1. Truy cập http://www.federalreserve.gov/boarddocs/hh/ và tìm báo cáo chính sách tiền tệ gần đây nhất của Cục Dự trữ Liên bang. Đọc hai phần đầu tiên của báo cáo, tóm tắt Chính sách tiền tệ và Triển vọng kinh tế. Viết một bản tóm tắt dài một trang cho mỗi phần này của báo cáo.
2. Truy cập http://www.federalreserve.gov/releases/h6/hist/ và tìm báo cáo lịch sử của M1 và M2 bằng cách nhấp vào "Chương trình Tải xuống Dữ liệu". Tính toán tốc độ tăng trưởng của từng tổng hợp trong ba năm qua. Có vẻ như Fed đang tăng hay giảm tốc độ tăng cung tiền?

Điều này có phù hợp với hiểu biết của bạn về nhu cầu của nền kinh tế không? Tại sao?

3. Một khía cạnh quan trọng của cung tiền là số dư dự trữ. Truy cập http://www.federalreserve.gov/Releases/ h41 / và tìm bản phát hành gần đây nhất. Trang web này báo cáo những thay đổi trong các yếu tố ảnh hưởng đến số dư dự trữ lưu ký.
   a. Số dư dự trữ hiện tại là bao nhiêu?
   b. Sự thay đổi trong số dư dự trữ kể từ một năm trước là gì?
   c. Dựa trên kết quả của bạn trong phần (a) và (b), có vẻ như cung tiền đang tăng hay giảm?

TRANG WEB THAM KHẢO

https://www.federalreserve.gov/publications/annual-report.htm

Xem báo cáo tài chính gần đây nhất của Cục Dự trữ Liên bang.

http://www.richmondfed.org/about_us/visit_us/tours/money_museum/index.cfm?WT.si_n=Search&WT.si_x=3

Một chuyến tham quan ảo đến bảo tàng tiền của Ngân hàng Dự trữ Liên bang Richmond.

http://www.federalreserve.gov/Releases/h3/

Trang web của Cục Dự trữ Liên bang báo cáo dữ liệu về tổng dự trữ và cơ sở tiền tệ. Trang web này cũng báo cáo về khối lượng các khoản vay từ Fed.

http://www.federalreserve.gov/Releases/h6/

Trang web này báo cáo dữ liệu về M1 và M2, cũng như các dữ liệu khác về cung tiền.

15 Công cụ của Chính sách Tiền tệ

Mục tiêu học tập

- Mô tả thị trường dự trữ và chứng minh những thay đổi trong chính sách tiền tệ có thể ảnh hưởng như thế nào đến lãi suất quỹ liên bang cân bằng.
- Tóm tắt cách thức thực hiện các công cụ chính sách tiền tệ truyền thống cùng những ưu điểm và hạn chế tương đối của từng công cụ.
- Giải thích các công cụ chính sách tiền tệ được sử dụng chủ yếu khi chính sách truyền thống không còn hiệu quả.
- Xác định sự giống và khác nhau giữa các công cụ chính sách tiền tệ của Cục Dự trữ Liên bang và của Ngân hàng Trung ương Châu Âu.

Giới thiệu

Trong chương này, chúng ta sẽ xem xét các công cụ của chính sách tiền tệ được Fed sử dụng để kiểm soát cung tiền và lãi suất. Bởi vì việc Fed sử dụng các công cụ chính sách này có tác động quan trọng đến lãi suất và hoạt động kinh tế, nên điều quan trọng là phải xác định được cách Fed sử dụng chúng trong thực tế và mức độ hữu ích của mỗi công cụ.

Trong những năm gần đây, Cục Dự trữ Liên bang ngày càng tập trung vào **lãi suất quỹ liên bang** (lãi suất qua đêm của các khoản dự trữ mà các ngân hàng cho nhau vay) như một công cụ chính sách tiền tệ chủ chốt. Kể từ tháng 2 năm 1994, Fed đã công bố mục tiêu lãi suất quỹ liên bang tại mỗi cuộc họp của Ủy ban Thị trường Mở Liên bang (FOMC), một thông báo được các thành viên thị trường theo dõi chặt chẽ vì nó ảnh hưởng đến lãi suất của toàn bộ nền kinh tế. Do đó, để hiểu đầy đủ cách Fed sử dụng các công cụ trong điều hành chính sách tiền tệ, chúng ta phải hiểu không chỉ tác động của chúng đối với cung tiền mà còn cả ảnh hưởng trực tiếp của các công cụ đó đối với lãi suất quỹ liên bang và cách sử dụng các công cụ để đưa mức lãi suất quỹ liên bang đến gần với mục tiêu. Do đó, chương này bắt đầu bằng phân tích cung cầu của thị trường dự trữ để giải thích cách bốn công cụ của chính sách tiền tệ—nghiệp vụ thị trường mở, chính sách chiết khấu, yêu cầu dự trữ và lãi suất trả cho dự trữ—xác định lãi suất quỹ liên bang thế nào. Tiếp theo, chúng ta tiếp tục đánh giá chi tiết hơn từng công cụ chính sách tiền tệ này để xem chúng được sử dụng như thế nào trong thực tế và hiểu được những lợi thế tương đối của chúng. Sau đó, chúng ta tìm hiểu các công cụ chính sách tiền tệ phi truyền thống mà Cục Dự trữ Liên bang buộc phải sử dụng trong hoàn cảnh bất thường của cuộc khủng hoảng tài chính gần đây. Chương này kết thúc với thảo luận về các công cụ chính sách tiền tệ được sử dụng bởi các ngân hàng trung ương khác trên thế giới.

THỊ TRƯỜNG DỰ TRỮ VÀ LÃI SUẤT QUỸ LIÊN BANG

Trong Chương 14, chúng ta đã thấy nghiệp vụ thị trường mở (thay đổi trong dự trữ không vay) và cho vay (thay đổi trong dự trữ vay) của Cục Dự trữ Liên bang tác động lên bảng cân đối của Fed và lượng dự trữ như thế nào. Thị trường dự trữ là nơi xác định lãi suất quỹ liên bang và đây là lý do tại sao chúng ta chuyển sang phân tích cung cầu trên thị trường này để phân tích cách thức các công cụ của chính sách tiền tệ ảnh hưởng đến lãi suất quỹ liên bang.

Cung cầu trên thị trường dự trữ

Chúng ta phân tích thị trường dự trữ tương tự như thị trường trái phiếu trong Chương 5. Đầu tiên, ta xây dựng đường cầu và đường cung dự trữ. Sau đó, tại mức cung và cầu dự trữ bằng nhau, trạng thái cân bằng thị trường sẽ quyết định mức lãi suất quỹ liên bang là lãi suất cho vay của các khoản dự trữ này.

Đường cầu Để xác định được đường cầu dự trữ, chúng ta cần trả lời câu hỏi điều gì sẽ xảy ra với lượng dự trữ các ngân hàng sẽ cần khi lãi suất quỹ liên bang thay đổi, với các yếu tố khác không đổi. Hãy nhớ lại từ Chương 14 rằng lượng dự trữ có hai thành phần: (1) lượng dự trữ bắt buộc, bằng tỷ lệ dự trữ bắt buộc nhân với lượng tiền gửi cần dự trữ; và (2) dự trữ vượt mức, do các ngân hàng dự trữ chọn giữ thêm. Do đó, lượng cầu dự trữ của các ngân hàng bằng lượng dự trữ bắt buộc cộng với lượng cầu dự trữ vượt mức. Dự trữ vượt mức là bảo hiểm cho sự thất thoát tiền gửi và chi phí của việc giữ các khoản dự trữ vượt mức này là *chi phí cơ hội* của chúng — là lãi suất có thể kiếm được khi cho vay các khoản dự trữ này trừ đi lãi suất thu được từ các khoản dự trữ này, i_{or}.

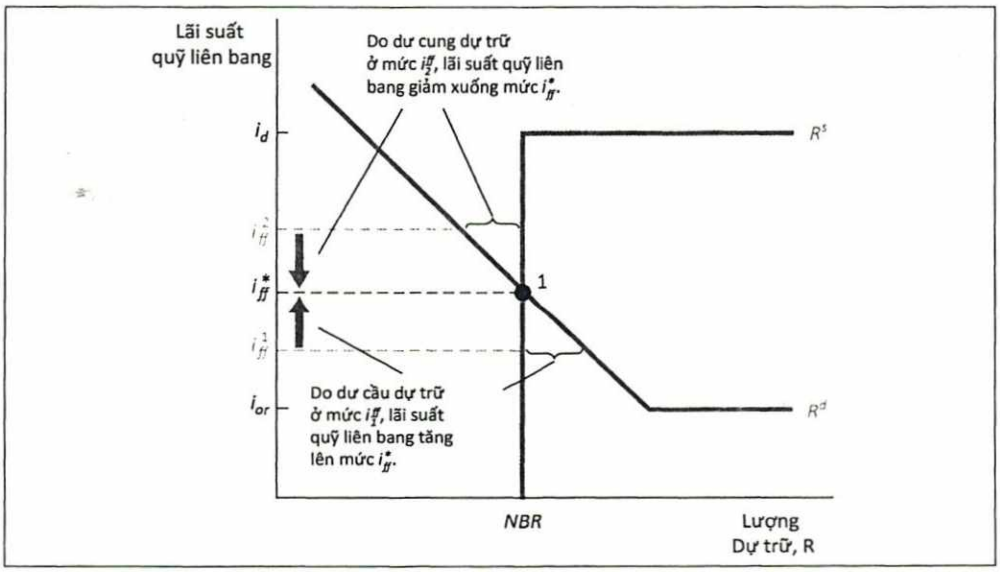
Trước mùa thu năm 2008, Cục Dự trữ Liên bang không trả lãi cho dự trữ, nhưng kể từ đó, Cục Dự trữ Liên bang thường trả lãi suất cho dự trữ ở một mức thấp hơn cố định so với lãi suất mục tiêu quỹ liên bang, và vì vậy nó thay đổi cùng với lãi suất mục tiêu. Nếu lãi suất quỹ liên bang cao hơn lãi suất trả cho các khoản dự trữ, i_{or}, thì khi lãi suất quỹ liên bang giảm, chi phí cơ hội của việc nắm giữ dự trữ sẽ giảm xuống. Nếu các yếu tố khác không đổi, trong đó có lượng dự trữ bắt buộc, thì lượng cầu dự trữ tăng lên. Do đó, đường cầu của dự trữ, R^d, dốc xuống trong Hình 1 khi lãi suất quỹ liên bang cao hơn i_{or}. Tuy nhiên, nếu lãi suất quỹ liên bang bắt đầu giảm xuống dưới lãi suất trả cho các khoản dự trữ i_{or}, thì khi lãi suất thấp hơn các ngân hàng sẽ không cho vay trên thị trường qua đêm. Thay vào đó, họ tiếp tục bổ sung vô hạn lượng dự trữ vượt mức của mình. Kết quả là đường cầu về dự trữ, R^d, trở nên phẳng (co giãn vô hạn) tại i_{or} trong Hình 1.

MyLab Economics Bài giảng Mini

HÌNH 1

Trạng thái cân bằng trên thị trường dự trữ

Trạng thái cân bằng xảy ra tại giao điểm của đường cung R^s và đường cầu R^d, tại điểm 1 và lãi suất là i^*_{ff}



Đường cung Cung dự trữ, R^s, có thể được chia thành hai thành phần: lượng dự trữ được cung cấp bởi các nghiệp vụ thị trường mở của Fed, được gọi là *dự trữ không vay (NBR)*, và lượng dự trữ đi vay từ Fed, được gọi là *dự trữ vay (BR)*. Chi phí chính khi đi vay từ Fed là lãi suất chiết khấu, i_d, cao hơn lãi suất mục tiêu của quỹ liên bang ở một mức cố định và do đó thay đổi cùng với lãi suất mục tiêu. Bởi vì việc vay quỹ liên bang từ các ngân hàng khác thay thế cho việc vay chiết khấu từ Fed, nên nếu lãi suất quỹ liên bang i_{ff} thấp hơn lãi suất chiết khấu i_d, thì các ngân hàng sẽ không vay từ Fed. Dự trữ vay sẽ bằng 0 vì vay trên thị trường quỹ liên bang rẻ hơn. Do đó, miễn là i_{ff} còn thấp hơn i_d, cung dự trữ sẽ chỉ bằng lượng dự trữ không vay do Fed cung cấp, *NBR*, và do đó, đường cung sẽ thẳng đứng như trong Hình 1. Tuy nhiên, nếu lãi suất quỹ liên bang bắt đầu cao hơn lãi suất chiết khấu, các ngân hàng sẽ muốn tiếp tục vay ngày càng nhiều hơn ở mức i_d và sau đó cho vay số tiền thu được trên thị trường quỹ liên bang với lãi suất cao hơn, i_{ff}. Kết quả là đường cung trở nên phẳng (co giãn vô hạn) tại i_d, như thể hiện trong Hình 1.

Cân bằng thị trường Cân bằng thị trường xảy ra khi lượng cầu dự trữ bằng lượng cung, $R^s = R^d$. Do đó, trạng thái cân bằng xảy ra tại giao điểm của đường cầu R^d và đường cung R^s tại điểm 1, với lãi suất quỹ liên bang cân bằng là i_{ff}^*. Khi lãi suất quỹ liên bang cao hơn lãi suất cân bằng tại i_{ff}^2, lượng cung dự trữ nhiều hơn lượng cầu (dư cung), và do đó, lãi suất quỹ liên bang giảm xuống mức i_{ff}^*, được thể hiện bằng mũi tên hướng xuống. Khi lãi suất quỹ liên bang thấp hơn lãi suất cân bằng tại i_{ff}^1, lượng cầu dự trữ nhiều hơn lượng cung (dư cầu), và do đó, lãi suất quỹ liên bang tăng lên, được thể hiện bằng mũi tên hướng lên. (Lưu ý rằng Hình 1 được vẽ với i_d nằm trên i_{ff}^* vì Cục Dự trữ Liên bang hiện giữ lãi suất chiết khấu cao hơn đáng kể so với lãi suất mục tiêu quỹ liên bang.)

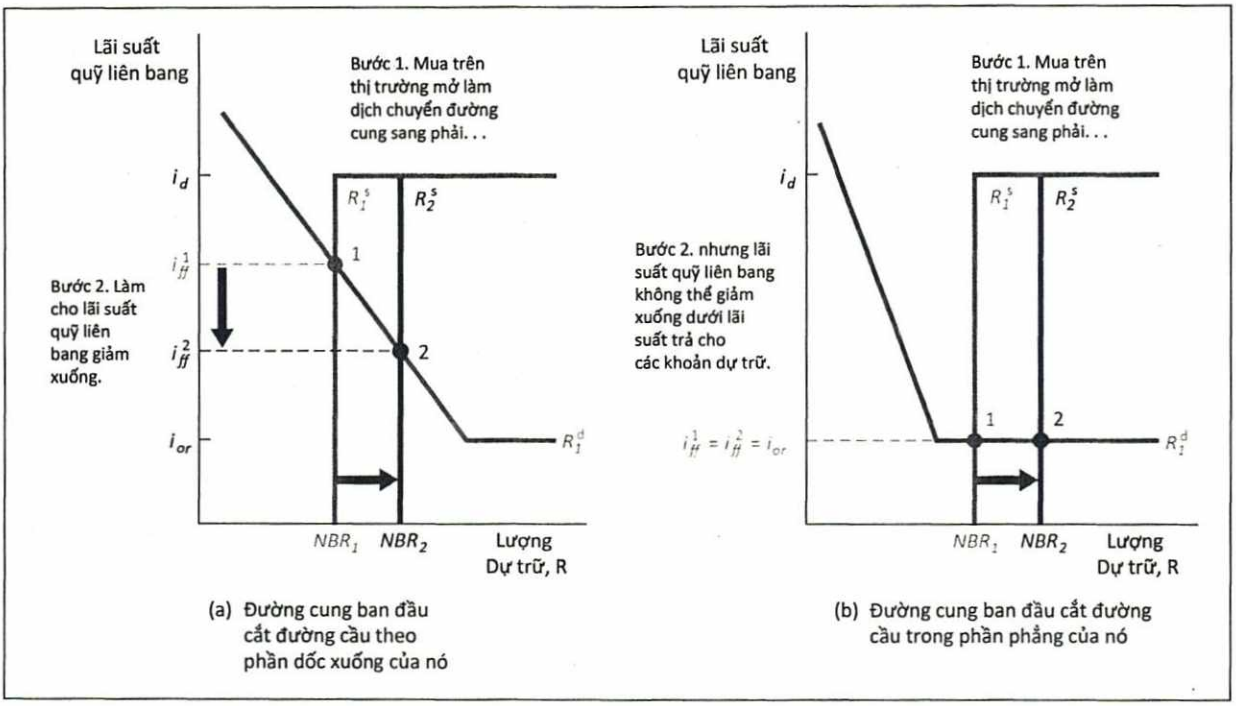
Những thay đổi trong các công cụ của chính sách tiền tệ ảnh hưởng đến lãi suất quỹ liên bang như thế nào

Khi đã hiểu cách xác định lãi suất quỹ liên bang, chúng ta có thể xem xét những thay đổi trong bốn công cụ của chính sách tiền tệ — nghiệp vụ thị trường mở, cho vay chiết khấu, yêu cầu dự trữ và lãi suất trả cho dự trữ — ảnh hưởng như thế nào đến thị trường dự trữ và lãi suất quỹ liên bang cân bằng.

Nghiệp vụ thị trường mở Hiệu quả của nghiệp vụ thị trường mở phụ thuộc vào việc đường cung ban đầu giao với đường cầu trong phần dốc xuống hay trong phần phẳng của nó. Bảng (a) của Hình 2 cho thấy điều gì sẽ xảy ra nếu giao điểm ban đầu xảy ra trên phần dốc xuống của đường cầu. Chúng ta đã thấy rằng việc mua trên thị trường mở dẫn đến lượng cung dự trữ lớn hơn; điều này đúng với bất kỳ lãi suất quỹ liên bang nào vì lượng dự trữ không vay tăng từ NBR_1 lên NBR_2. Do đó, một giao dịch mua trên thị trường mở làm dịch chuyển đường cung sang phải từ R_1^s sang R_2^s và di chuyển trạng thái cân bằng từ điểm 1 đến điểm 2, làm giảm lãi suất quỹ liên bang từ i_{ff}^1 xuống i_{ff}^2.[1] Lập luận tương tự cho thấy việc bán trên thị trường mở làm giảm số lượng của nguồn dự trữ không vay được cung cấp, làm dịch chuyển đường cung sang trái và khiến lãi suất quỹ liên bang tăng lên. Bởi vì Fed thường giữ mục tiêu lãi suất quỹ liên bang cao hơn lãi suất trả cho các khoản dự trữ, ta có thể kết luận là ***việc mua trên thị trường mở làm cho lãi suất quỹ liên bang giảm, trong khi một đợt bán thị trường mở làm cho lãi suất quỹ liên bang tăng.***

[1]Chúng ta đi đến kết luận tương tự nếu sử dụng khuôn khổ cung tiền được nêu trong Chương 14, cùng với lý thuyết ưu tiên tính thanh khoản được nêu trong Chương 5. Hoạt động mua trên thị trường mở làm tăng dự trữ và cung tiền, và sau đó lý thuyết ưu tiên tính thanh khoản cho thấy kết quả là lãi suất giảm xuống.

MyLab Economics Bài giảng Mini



HÌNH 2 Phản ứng với nghiệp vụ thị trường mở

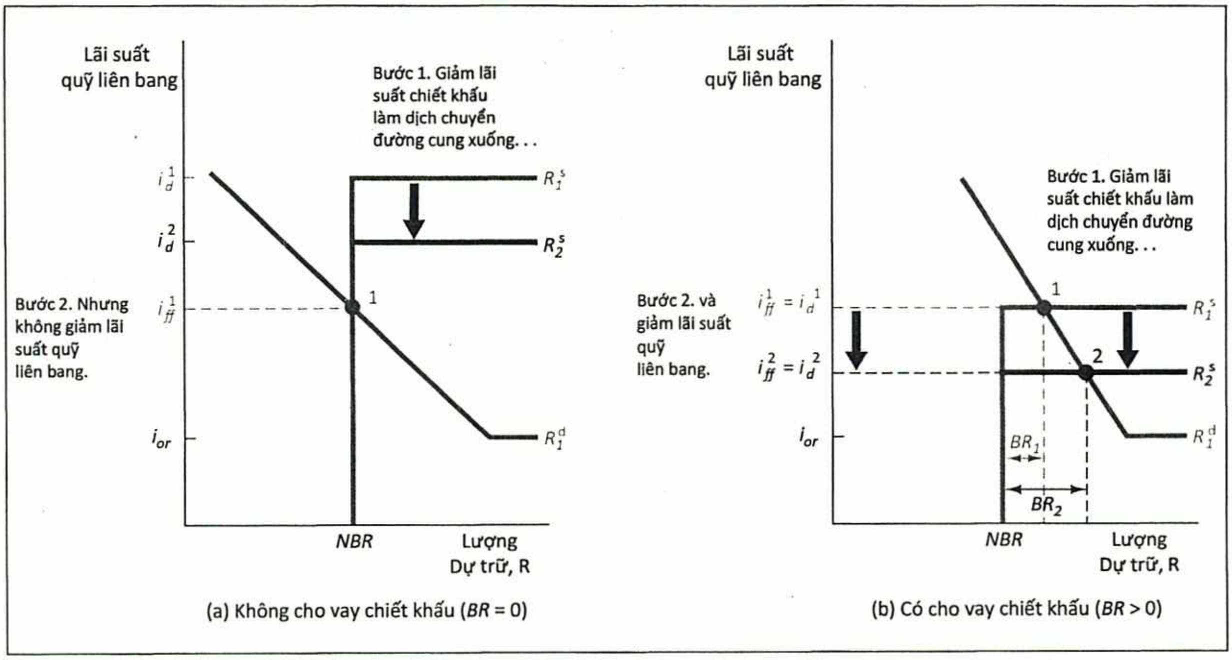
Hoạt động mua trên thị trường mở làm tăng dự trữ không vay và do đó cung cấp dự trữ và dịch chuyển đường cung từ R_1^s sang R_2^s. Trong bảng (a), điểm cân bằng di chuyển từ điểm 1 sang điểm 2, làm giảm lãi suất quỹ liên bang từ i_{ff}^1 xuống i_{ff}^2. Trong bảng (b), điểm cân bằng di chuyển từ điểm 1 sang điểm 2, nhưng lãi suất quỹ liên bang không đổi, $i_{ff}^1 = i_{ff}^2 = i_{or}$

Tuy nhiên, nếu ban đầu đường cung cắt đường cầu trên phần phẳng của nó, như trong bảng (b) của Hình 2, nghiệp vụ thị trường mở không ảnh hưởng đến lãi suất quỹ liên bang. Để thấy điều này, chúng ta hãy nhìn lại một lần mua trên thị trường mở làm tăng lượng cung dự trữ, làm dịch chuyển đường cung từ R_1^s sang R_2^s. Tuy nhiên, lần này chúng ta xem xét trường hợp $i_{ff}^1 = i_{or}$ ban đầu. Sự dịch chuyển trong đường cung sẽ di chuyển trạng thái cân bằng từ điểm 1 sang điểm 2, nhưng lãi suất quỹ liên bang vẫn không thay đổi bởi vì ***lãi suất trả cho dự trữ, i_{or}, đã là mức sàn cho lãi suất quỹ liên bang.***[2]

Cho vay chiết khấu Ảnh hưởng của sự thay đổi lãi suất chiết khấu phụ thuộc vào việc đường cầu cắt đường cung trong phần thẳng đứng hay phần phẳng của nó. Bảng (a) của

[2]Lãi suất quỹ liên bang có thể thấp hơn một chút so với mức sàn quy định bởi lãi suất trả cho dự trữ vì một số người cho vay lớn trên thị trường quỹ liên bang, đặc biệt là Fannie Mae và Freddie Mac, không phải là định chế ngân hàng và do đó không thể giữ tiền gửi trong Cục Dự trữ Liên bang và được nhận lãi suất dự trữ của Fed. Vì vậy, nếu họ có dư quỹ để cho vay trên thị trường quỹ liên bang, họ có thể phải chấp nhận lãi suất quỹ liên bang thấp hơn lãi suất Fed trả cho dự trữ. Để đảm bảo rằng lãi suất quỹ liên bang không giảm quá nhiều so với mức sàn quy định bởi lãi suất dự trữ, Cục Dự trữ Liên bang đã thiết lập một cơ sở vay khác, cơ sở repo đảo, trong đó những người cho vay phi ngân hàng này có thể cho Fed vay và kiếm được lãi suất gần bằng với lãi suất Fed trả cho dự trữ. (ND: Repo đảo là vị thế ngược của repo, trong một giao dịch repo, bên giữ vị thế repo bán chứng khoán và cam kết sẽ mua lại (repurchase) - thực chất là người vay, trong khi đó bên giữ vị thế repo đảo mua chứng khoán và cam kết sẽ bán lại-thực chất là người cho vay. Khi tham gia repo đảo với Fed, các thành viên phi ngân hàng sẽ là người cho Fed vay tiền và hưởng lãi suất.)

MyLab Economics Bài giảng Mini



HÌNH 3 Phản ứng đối với việc thay đổi lãi suất chiết khấu

Trong bảng (a), khi Fed hạ lãi suất chiết khấu từ i_d^1 xuống i_d^2, phần nằm ngang của đường cung sẽ giảm, xuống bằng R^s và lãi suất quỹ liên bang cân bằng không đổi ở i_{ff}^1.

Trong bảng (b), khi Fed hạ lãi suất chiết khấu từ i_d^1 xuống i_d^2, phần nằm ngang của đường cung R^s giảm và lãi suất quỹ liên bang cân bằng giảm từ i_{ff}^1 xuống i_{ff}^2 khi dự trữ đi vay tăng lên.

Hình 3 cho thấy điều gì sẽ xảy ra nếu giao điểm xuất hiện trên phần thẳng đứng của đường cung, không có cho vay chiết khấu và dự trữ vay, *BR*, bằng không. Trong trường hợp này, khi Fed hạ lãi suất chiết khấu từ i_d^1 xuống i_d^2, phần nằm ngang của đường cung giảm xuống còn R_2^s, nhưng giao điểm của đường cung và cầu vẫn ở điểm 1. Do đó, trong trường hợp này, không có thay đổi nào xảy ra trong lãi suất quỹ liên bang cân bằng, vẫn ở mức i_{ff}^1. Bởi vì Fed hiện thường giữ lãi suất chiết khấu cao hơn mục tiêu lãi suất quỹ liên bang - kết luận là ***hầu hết các thay đổi trong lãi suất chiết khấu không ảnh hưởng đến lãi suất quỹ liên bang.***

Tuy nhiên, nếu đường cầu cắt đường cung trên phần phẳng của nó, nghĩa là có vay chiết khấu (tức là, $BR > 0$), như trong bảng (b) của Hình 3, những thay đổi trong lãi suất chiết khấu sẽ ảnh hưởng đến lãi suất quỹ liên bang. Trong trường hợp này, cho vay chiết khấu ban đầu là dương và lãi suất quỹ liên bang cân bằng bằng lãi suất chiết khấu, $i_{ff}^1 = i_d^1$. Khi Fed hạ lãi suất chiết khấu từ i_d^1 xuống i_d^2, đoạn nằm ngang của đường cung R_2^s giảm xuống, chuyển trạng thái cân bằng từ điểm 1 sang điểm 2 và lãi suất quỹ liên bang cân bằng giảm từ i_{ff}^1 xuống i_{ff}^2 $(= i_d^2)$, như được hiển thị trong bảng (b). Trong trường hợp này, *BR* tăng từ BR_1 lên BR_2.

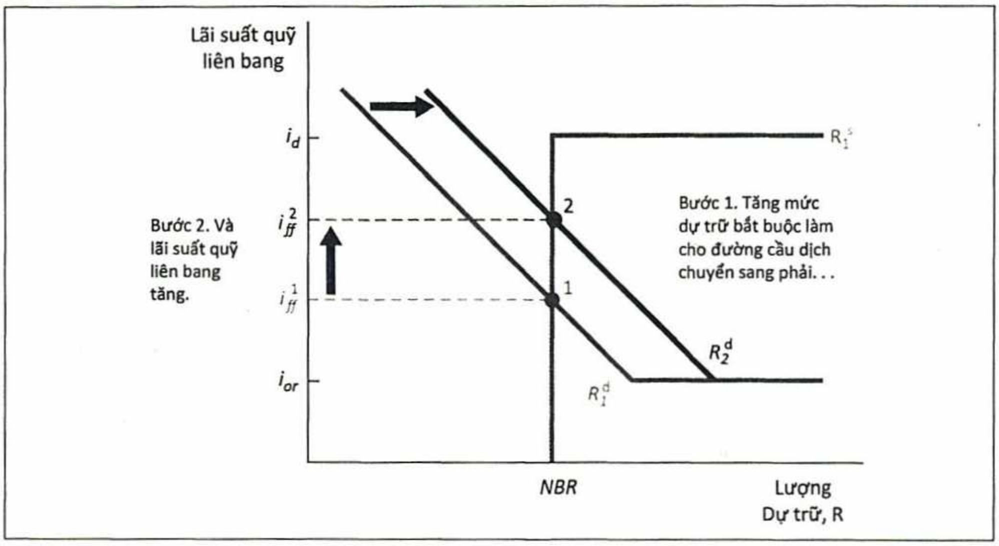
Yêu cầu về dự trữ Khi tỷ lệ dự trữ bắt buộc tăng, dự trữ bắt buộc tăng và do đó lượng cầu dự trữ bắt buộc tăng đối với bất kỳ mức lãi suất nào. Do đó, tỷ lệ dự trữ bắt buộc tăng

MyLab Economics Bài giảng Mini

HÌNH 4

Phản ứng đối với sự thay đổi về dự trữ bắt buộc

Khi Fed tăng yêu cầu dự trữ, dự trữ bắt buộc tăng lên, làm tăng nhu cầu dự trữ. Đường cầu dịch chuyển từ R_1^d sang R_2^d, điểm cân bằng di chuyển từ điểm 1 sang điểm 2, và lãi suất quỹ liên bang tăng từ i_{ff}^1 lên i_{ff}^2.



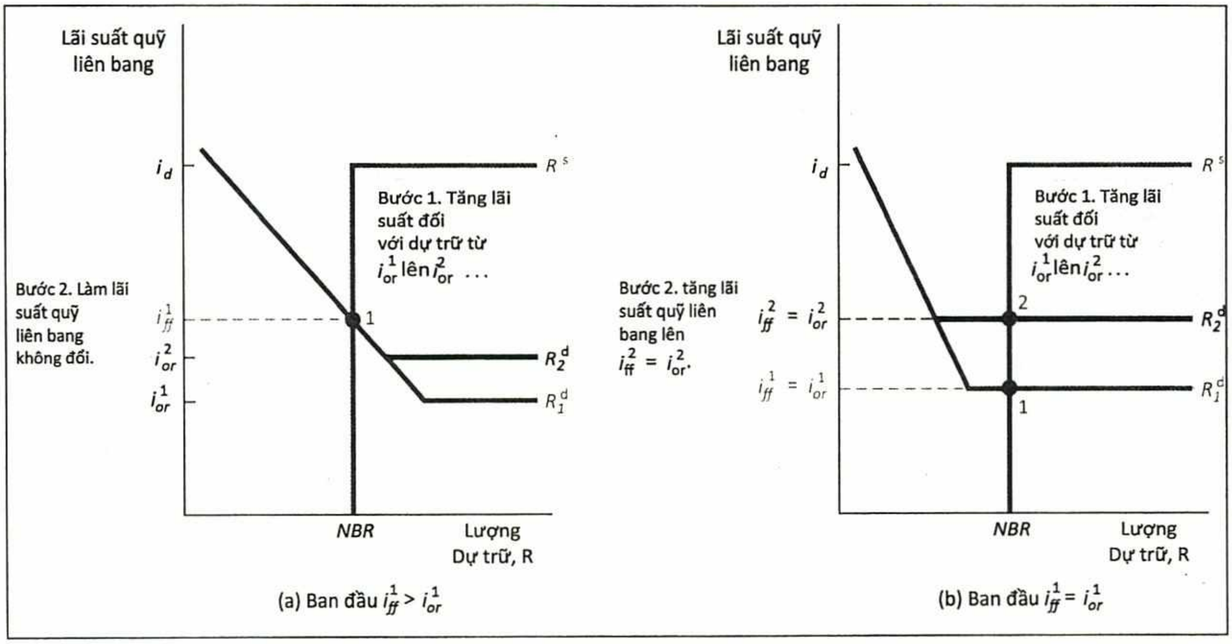
sẽ làm dịch chuyển đường cầu sang phải từ R_1^d sang R_2^d trong Hình 4, di chuyển trạng thái cân bằng từ điểm 1 sang điểm 2 và đến lượt nó làm tăng lãi suất quỹ liên bang từ i_{ff}^1 lên i_{ff}^2. Kết quả là ***khi Fed tăng yêu cầu dự trữ, lãi suất quỹ liên bang tăng.***[3]

Tương tự, tỷ lệ dự trữ bắt buộc giảm sẽ làm giảm lượng cầu dự trữ bắt buộc, dịch chuyển đường cầu sang trái và khiến lãi suất quỹ liên bang giảm. ***Khi Fed giảm yêu cầu dự trữ, lãi suất quỹ liên bang giảm.***

Lãi suất dự trữ Ảnh hưởng của sự thay đổi lãi suất do Fed trả đối với dự trữ phụ thuộc vào việc đường cung cắt đường cầu theo phần dốc xuống hay phần phẳng của nó. Bảng (a) của Hình 5 cho thấy điều gì sẽ xảy ra nếu giao điểm nằm trên đoạn dốc xuống của đường cầu, nơi lãi suất quỹ liên bang cân bằng cao hơn lãi suất trả cho dự trữ. Trong trường hợp này, khi lãi suất dự trữ tăng từ i_{or}^1 lên i_{or}^2, phần nằm ngang của đường cầu sẽ tăng lên, tại R_2^d, nhưng giao điểm của đường cung và đường cầu vẫn ở điểm 1. Tuy nhiên, nếu đường cung cắt đường cầu trên phần phẳng của nó, nơi lãi suất quỹ liên bang cân bằng bằng lãi suất trả cho dự trữ, như trong bảng (b) của Hình 5, sự gia tăng lãi suất trên dự trữ từ i_{or}^1 đến i_{or}^2 sẽ di chuyển trạng thái cân bằng đến điểm 2, với lãi suất quỹ liên bang cân bằng tăng từ $i_{ff}^1 = i_{or}^1$ lên $i_{ff}^2 = i_{or}^2$. ***Khi lãi suất quỹ liên bang bằng lãi suất trả cho dự trữ, việc tăng lãi suất quỹ dự trữ làm tăng lãi suất quỹ liên bang.***

[3]Do tỷ lệ dự trữ bắt buộc tăng lên có nghĩa là cùng một lượng dự trữ có thể hỗ trợ một lượng tiền gửi nhỏ hơn, tỷ lệ dự trữ bắt buộc tăng dẫn đến cung tiền giảm. Sử dụng lý thuyết ưu tiên tính thanh khoản từ Chương 5, cung tiền giảm dẫn đến lãi suất tăng, dẫn đến kết luận tương tự như đưa ra ở trên - rằng tăng yêu cầu dự trữ dẫn đến lãi suất cao hơn.

MyLab Economics Bài giảng Mini



HÌNH 5 **Phản ứng đối với sự thay đổi lãi suất đối với khoản dự trữ**

Trong bảng (a), khi lãi suất quỹ liên bang cân bằng cao hơn lãi suất trả cho dự trữ, sự gia tăng lãi suất của quỹ dự trữ từ i^1_{or} đến i^2_{or} làm tăng phần nằm ngang của đường cầu lên R^d_2, nhưng mức lãi suất quỹ liên bang cân bằng không đổi ở i^1_{ff}. Trong bảng (b), khi lãi suất quỹ liên bang cân bằng bằng với lãi suất trả cho quỹ dự trữ, việc tăng lãi suất trên quỹ dự trữ từ i^1_{or} đến i^2_{or} làm tăng lãi suất quỹ liên bang cân bằng từ $i^1_{ff} = i^1_{or}$ lên $i^2_{ff} = i^2_{or}$.

ỨNG DỤNG — Cách Quy trình Hoạt động của Cục Dự trữ Liên bang Hạn chế Sự dao động trong Lãi suất Quỹ Liên bang

Một lợi thế quan trọng trong các quy trình hiện tại của Fed đối với việc điều hành cơ chế chiết khấu và trả lãi cho các khoản dự trữ là chúng hạn chế sự biến động của lãi suất quỹ liên bang. Chúng ta có thể sử dụng phân tích cung cầu của mình về thị trường dự trữ để hiểu tại sao.

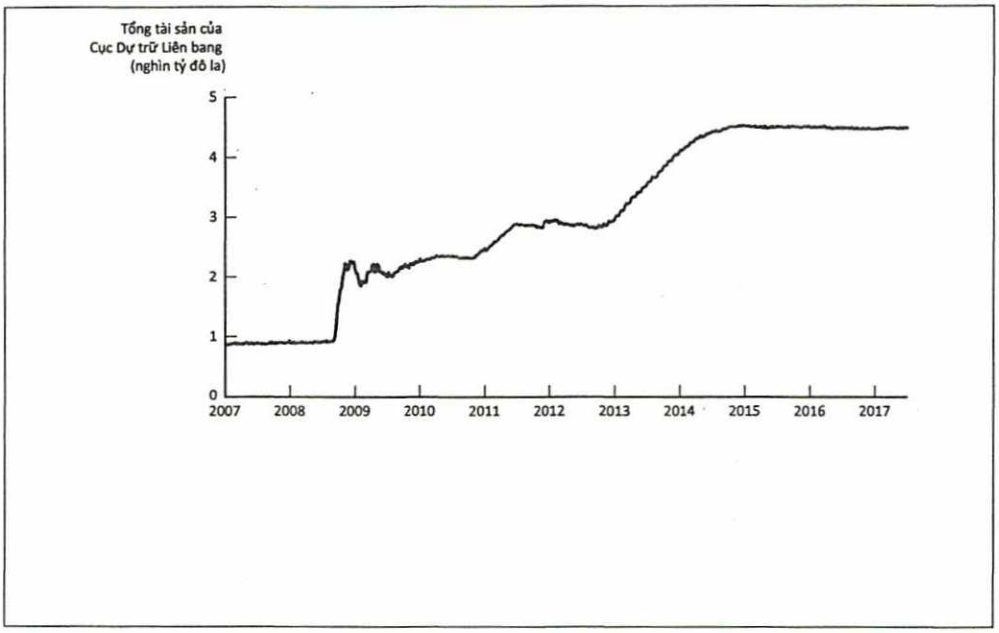
Giả sử, ban đầu lãi suất quỹ liên bang cân bằng ở mức lãi suất mục tiêu quỹ liên bang i^T_{ff} trong Hình 6. Nếu nhu cầu về dự trữ tăng mạnh bất ngờ, đường cầu dịch chuyển sang phải sang $R^{d''}$, và cắt đường cung dự trữ trên phần phẳng, tại đó lãi suất quỹ liên bang cân bằng $i^{''}_{ff}$ bằng lãi suất chiết khấu i_d. Dù đường cầu dịch sang phải mạnh tới đâu, lãi suất quỹ liên bang cân bằng $i^{''}_{ff}$ sẽ vẫn là i_d vì dự trữ vay sẽ tiếp tục tăng cùng với sự gia tăng cầu. Tương tự như vậy, nếu cầu dự trữ bị sụt giảm mạnh bất ngờ, đường cầu dịch chuyển trái sang $R^{d'}$ và đường cung cắt đường cầu trên phần phẳng của nó, với lãi suất quỹ liên bang cân bằng $i^{'}_{ff}$ bằng lãi suất trả cho dự trữ i_{or}. Cho dù đường cầu dịch chuyển

MyLab Economics Bài giảng Mini

HÌNH 6

Cách thức quy trình hoạt động của Cục Dự trữ Liên bang hạn chế sự biến động trong lãi suất Quỹ Liên bang

Sự dịch chuyển sang phải trong đường cầu dự trữ sang $R^{d''}$ sẽ làm tăng lãi suất quỹ liên bang cân bằng tối đa là $i_{ff}'' = i_d$, trong khi sự dịch chuyển sang trái của đường cầu sang $R^{d'}$ sẽ làm giảm lãi suất quỹ liên bang xuống mức tối thiểu là $i_{ff}' = i_{or}$



sang trái mạnh tới đâu, lãi suất quỹ liên bang cân bằng i_{ff}^{T} vẫn ở mức i_{or} bởi vì dự trữ vượt mức sẽ tiếp tục giảm để lượng cầu dự trữ bằng với lượng cung dự trữ không vay.[4]

Do đó, phân tích của chúng ta cho thấy rằng ***các quy trình hoạt động của Quỹ Dự trữ Liên bang hạn chế sự dao động của lãi suất quỹ liên bang để lãi suất này luôn nằm giữa i_{or} và i_d.*** Nếu khoảng cách giữa i_{or} và i_d được giữ đủ hẹp, thì các biến động xung quanh lãi suất mục tiêu sẽ nhỏ. ♦

CÔNG CỤ CHÍNH SÁCH TIỀN TỆ TRUYỀN THỐNG

Trong điều kiện bình thường, Cục Dự trữ Liên bang sử dụng ba công cụ của chính sách tiền tệ — nghiệp vụ thị trường mở, cho vay chiết khấu và yêu cầu dự trữ — để kiểm soát cung tiền và lãi suất, và ba công cụ này được gọi là **công cụ chính sách tiền tệ truyền thống.** Chúng ta sẽ lần lượt tìm hiểu từng công cụ này, và sau đó xem xét thêm công cụ trả lãi suất dự trữ, để biết cách Fed sử dụng chúng trong thực tế và mức độ hữu ích của từng công cụ.

[4] Lưu ý rằng, như đã thảo luận trong chú thích 2, lãi suất quỹ liên bang có thể thấp hơn một chút so với mức sàn của lãi suất trả cho dự trữ.

Nghiệp vụ thị trường mở

Nghiệp vụ thị trường mở là công cụ chính sách tiền tệ truyền thống quan trọng nhất vì chúng là yếu tố chính quyết định sự thay đổi của lãi suất và cơ sở tiền tệ, là nguồn biến động chính của cung tiền. Việc mua trên thị trường mở làm tăng dự trữ và cơ sở tiền tệ, do đó làm tăng cung tiền và hạ lãi suất ngắn hạn. Hoạt động bán trên thị trường mở thu hẹp dự trữ và cơ sở tiền tệ, làm giảm cung tiền và tăng lãi suất ngắn hạn. Chúng ta đã biết từ Chương 14 về các yếu tố trong bảng cân đối của Fed ảnh hưởng đến dự trữ và cơ sở tiền tệ, bây giờ chúng ta có thể tìm hiểu cách Cục Dự trữ Liên bang thực hiện nghiệp vụ thị trường mở với mục tiêu kiểm soát lãi suất ngắn hạn và cung tiền.

Nghiệp vụ thị trường mở được chia thành hai loại: **Nghiệp vụ thị trường mở năng động** nhằm thay đổi mức dự trữ và cơ sở tiền tệ, và **nghiệp vụ thị trường mở phòng thủ** nhằm bù đắp những biến động của các yếu tố khác ảnh hưởng đến dự trữ và cơ sở tiền tệ, chẳng hạn như thay đổi trong Tiền gửi kho bạc với Fed hoặc thay đổi của tiền đang chuyển. Fed thực hiện các nghiệp vụ thị trường mở truyền thống bằng các chứng khoán Kho bạc Hoa Kỳ và của các cơ quan chính phủ, đặc biệt là tín phiếu Kho bạc Hoa Kỳ. Fed tiến hành hầu hết các nghiệp vụ thị trường mở của mình bằng chứng khoán Kho bạc vì thị trường chứng khoán này có tính thanh khoản cao nhất và có khối lượng giao dịch lớn nhất. Nó có khả năng hấp thụ khối lượng giao dịch đáng kể của Fed mà giá không bị biến động tới mức có thể làm thị trường gián đoạn.

Như chúng ta đã thấy trong Chương 13, cơ quan ra quyết định đối với các nghiệp vụ thị trường mở là Ủy ban Thị trường Mở Liên bang (FOMC), là cơ quan ấn định mục tiêu cho lãi suất quỹ liên bang. Tuy nhiên, thực tế các hoạt động này được thực hiện bởi phòng giao dịch tại Ngân hàng Dự trữ Liên bang New York, với hoạt động được mô tả trong hộp Bên trong Fed, "Một ngày tại Phòng giao dịch".

Nghiệp vụ thị trường mở được thực hiện điện tử thông qua một nhóm các thương nhân chứng khoán chính phủ, gọi là **thương nhân chứng khoán sơ cấp**, bằng một hệ thống máy tính gọi là TRAPS (Trading Room Automated Processing System). Một thông báo điện tử được truyền đồng thời đến tất cả các thương nhân sơ cấp qua TRAPS, chỉ rõ loại và thời gian đáo hạn của nghiệp vụ sắp tiến hành. Các thương nhân chứng khoán có vài phút để trả lời các đề xuất của họ qua TRAPS là mua hoặc bán chứng khoán chính phủ ở các mức giá khác nhau. Các đề xuất sau đó được tập hợp và hiển thị trên màn hình máy tính để đánh giá. Phòng giao dịch sẽ lựa chọn tất cả các đề xuất, bắt đầu với giá hấp dẫn nhất, cho đến thời điểm mà số lượng chứng khoán mong muốn được mua hoặc bán, và sau đó họ sẽ thông báo cho từng đại lý qua TRAPS về các đề xuất được lựa chọn. Toàn bộ quá trình lựa chọn thường hoàn thành trong vài phút.

Nghiệp vụ phòng thủ trên thị trường mở có hai loại cơ bản. Trong một **thỏa thuận mua lại** (thường được gọi là **repo**), Fed mua chứng khoán với một thỏa thuận rằng người bán sẽ mua lại chúng trong một khoảng thời gian ngắn, từ một đến mười lăm ngày kể từ ngày mua ban đầu. Bởi vì tác động lên dự trữ của một repo sẽ bị đảo ngược vào ngày thỏa thuận đáo hạn, repo thực chất là một giao dịch mua thị trường mở tạm thời và là một cách rất được ưa chuộng để thực hiện một giao dịch mua thị trường mở phòng thủ, và sẽ được đảo ngược sớm. Khi Fed muốn thực hiện bán thị trường mở tạm thời, họ sẽ tham gia vào một **giao dịch mua-bán đối ứng** (đôi khi được gọi là một **repo đảo**), trong đó Fed bán chứng khoán và người mua đồng ý bán chúng lại cho Fed trong tương lai gần.

Đôi khi, phòng giao dịch có thể thấy cần phải giải quyết tình trạng thiếu hoặc thừa dự trữ kéo dài và muốn thực hiện một nghiệp vụ thị trường mở năng động có tác động lâu dài hơn đến nguồn cung dự trữ. Các giao dịch bán đứt, liên quan đến việc mua hoặc bán chứng khoán không tự đảo ngược, cũng được thực hiện qua TRAPS.

Bên trong Fed **Một ngày tại phòng giao dịch**

Người quản lý các nghiệp vụ thị trường mở trong nước giám sát các nhà phân tích và thương nhân thực hiện các giao dịch mua và bán chứng khoán nhằm đạt được lãi suất mục tiêu quỹ liên bang. Để nắm rõ những gì có thể xảy ra trên thị trường quỹ liên bang vào ngày hôm đó, ngày làm việc của người quản lý bắt đầu vào khoảng 7:30 sáng, khi nhân viên của bà trình bày bản đánh giá về tình hình thị trường quỹ liên bang ngày hôm trước và cập nhật về lượng dự trữ thực tế trong hệ thống ngân hàng ngày hôm trước. Sau đó, nhân viên cung cấp các báo cáo cập nhật chứa các dự báo chi tiết về những gì sẽ xảy ra đối với một số yếu tố ngắn hạn ảnh hưởng đến cung và cầu dự trữ (được thảo luận trong Chương 14). Ví dụ: nếu tiền đang chuyển được dự đoán giảm do thời tiết tốt trên khắp cả nước đang đẩy nhanh tốc độ chuyển phát séc, người quản lý nghiệp vụ thị trường mở nội địa biết rằng mình sẽ phải tiến hành một nghiệp vụ thị trường mở phòng thủ (trong trường hợp này là *mua* chứng khoán) để bù đắp sự sụt giảm dự trữ dự kiến và cơ sở tiền tệ từ việc giảm tiền đang chuyển. Tuy nhiên, nếu tiền gửi Kho bạc tại Fed được dự đoán giảm, thì một đợt *bán* thị trường mở mang tính phòng thủ sẽ là cần thiết để bù đắp sự gia tăng dự trữ dự kiến. Báo cáo cũng dự đoán sự thay đổi trong việc nắm giữ tiền giấy của công chúng. Nếu tỷ lệ nắm giữ tiền giấy dự kiến tăng lên, thì như chúng ta đã thấy trong Chương 14, dự trữ sẽ giảm và cần phải mua thị trường mở để tăng dự trữ trở lại.

Thông tin này giúp người quản lý nghiệp vụ thị trường mở nội địa và nhân viên của bà quyết định mức độ thay đổi dự trữ không vay để đạt được mục tiêu lãi suất quỹ liên bang. Nếu lượng dự trữ trong hệ thống ngân hàng quá lớn, nhiều ngân hàng sẽ dư thừa dự trữ để cho vay mà các ngân hàng khác lại không cần, và lãi suất quỹ liên bang sẽ giảm. Nếu lượng dự trữ quá thấp, các ngân hàng sẽ tìm cách vay dự trữ từ một số ít ngân hàng có dự trữ vượt mức, và có thể đẩy lãi suất huy động lên cao hơn mức mong muốn. Cũng trong buổi sáng, nhân viên sẽ theo dõi biến động của lãi suất quỹ liên bang và liên hệ với một số thành viên chủ chốt trên thị trường dự trữ, có thể cung cấp những thông tin độc lập về việc liệu có cần thay đổi dự trữ để đạt được mức mong muốn của lãi suất quỹ liên bang hay không.

Các nhân viên của bộ phận quản lý cũng liên hệ với một số đại diện của các thương nhân sơ cấp có giao dịch với phòng thị trường mở. Họ tìm hiểu quan điểm của thương nhân về thị trường để biết điều gì có thể xảy ra với giá chứng khoán giao dịch trong ngày. Họ cũng gọi cho Kho bạc để nhận thông tin cập nhật về mức dự kiến của số dư Kho bạc tại Fed để điều chỉnh ước tính về nguồn cung dự trữ.

Các thành viên của Bộ phận Tiền tệ tại Hội đồng Thống đốc sau đó sẽ được liên hệ, và các dự báo của Fed New York về cung và cầu dự trữ được so sánh với dự báo của Hội đồng. Trên cơ sở những dự báo này và biến động quan sát được của thị trường quỹ liên bang, phòng giao dịch xây dựng và đề xuất một lộ trình hành động sẽ được thực hiện vào ngày hôm đó, có thể là kế hoạch bổ sung dự trữ vào hoặc rút dự trữ ra khỏi hệ thống ngân hàng thông qua các nghiệp vụ thị trường mở. Nếu g được chốt thực hiện, lúc này hình thức, quy mô và thời hạn của hoạt động này sẽ được thảo luận.

Vào khoảng 9 giờ sáng, một cuộc họp hàng ngày diễn ra, liên kết phòng giao dịch với Văn phòng Giám đốc Tiền tệ tại Hội đồng Thống đốc và với một trong bốn chủ tịch Ngân hàng Dự trữ có quyền bỏ phiếu ngoài New York. Trong cuộc họp, một thành viên của đơn vị nghiệp vụ thị trường mở phác thảo chiến lược quản lý dự trữ được đề xuất trong ngày. Sau khi kế hoạch được phê duyệt, kế hoạch được thông báo đến các thị trường vào lúc 9:30 sáng và phòng hướng dẫn thực hiện ngay lập tức các nghiệp vụ thị trường mở tạm thời đã được lên kế hoạch cho ngày hôm đó.

Đôi khi, phòng giao dịch có thể thấy cần phải giải quyết tình trạng thiếu hụt hoặc thặng dư dự trữ kéo dài và muốn có một hoạt động có tác động lâu dài hơn đến cung dự trữ. Các hoạt động này, được gọi là hoạt động mua bán đứt, là việc mua hoặc bán hẳn chứng khoán không tự đảo ngược và theo truyền thống sau đó trong ngày chúng sẽ được thực hiện khi các hoạt động tạm thời không diễn ra. Ngay cả khi các hoạt động giao dịch bán đứt không được tiến hành, người quản lý nghiệp vụ thị trường mở nội địa và nhân viên của phòng cũng không rảnh rỗi trong thời gian còn lại của ngày. Họ liên tục theo dõi thị trường và dự trữ ngân hàng để lên kế hoạch cho hoạt động của ngày hôm sau.

Chính sách chiết khấu và người cho vay cuối cùng

Cơ sở để các ngân hàng vay dự trữ từ Cục Dự trữ Liên bang được gọi là **cửa sổ chiết khấu**. Việc nghiên cứu cách cửa sổ chiết khấu hoạt động là cách dễ nhất để hiểu Fed tác động như thế nào đến lượng dự trữ đi vay.

Hoạt động của cửa sổ chiết khấu Các khoản cho vay chiết khấu của Fed đối với các ngân hàng gồm ba loại: tín dụng sơ cấp, tín dụng thứ cấp và tín dụng thời vụ.[5] *Tín dụng sơ cấp* là khoản cho vay chiết khấu có vai trò quan trọng nhất trong chính sách tiền tệ. Các ngân hàng khỏe mạnh được phép vay tất cả những gì họ muốn với kỳ hạn rất ngắn (thường là qua đêm) từ cơ sở tín dụng sơ cấp, và do đó nó được gọi là **cơ sở cho vay thường trực**.[6] Lãi suất của các khoản vay này là lãi suất chiết khấu, và như chúng ta đã đề cập trước đây, nó cao hơn lãi suất mục tiêu của quỹ liên bang, thường là 100 điểm cơ bản (một điểm phần trăm) vì Fed muốn các ngân hàng vay lẫn nhau trong thị trường quỹ liên bang để họ liên tục giám sát lẫn nhau về rủi ro tín dụng. Do đó, trong hầu hết các trường hợp, số tiền chiết khấu cho vay theo hạn mức tín dụng sơ cấp là rất nhỏ. Nếu số tiền nhỏ như vậy, tại sao Fed lại dùng cơ sở này?

Câu trả lời là cơ sở này được thiết kế để trở thành một nguồn thanh khoản dự phòng cho các ngân hàng khỏe mạnh để lãi suất quỹ liên bang không bao giờ tăng quá mức so với mục tiêu quỹ liên bang do FOMC đặt ra. Chúng ta đã thấy điều này hoạt động như thế nào trong Hình 6. Khi nhu cầu dự trữ tăng mạnh bất ngờ, bất kể đường cầu dịch chuyển sang phải bao xa, lãi suất quỹ liên bang cân bằng i_{ff}^* sẽ vẫn ở mức i_d bởi vì dự trữ vay sẽ tiếp tục tăng và lãi suất quỹ liên bang không thể tăng thêm. Do đó, cơ sở tín dụng sơ cấp đã khiến i_d trở thành trần lãi suất quỹ liên bang.

Tín dụng thứ cấp được cấp cho các ngân hàng đang gặp khó khăn về tài chính và đang gặp vấn đề về thanh khoản nghiêm trọng. Lãi suất tín dụng thứ cấp được quy định cao hơn lãi suất chiết khấu 50 điểm cơ bản (0,5 điểm phần trăm). Lãi suất của các khoản vay này được đặt ở mức cao hơn, có tính trừng phạt để phản ánh tình trạng kém lành mạnh của những người đi vay này. *Tín dụng mùa vụ* được cấp để đáp ứng nhu cầu của một số ngân hàng nhỏ tại các khu vực nghỉ dưỡng và nông nghiệp có cấu trúc tiền gửi theo mùa vụ. Lãi suất của tín dụng mùa vụ được gắn với mức trung bình của lãi suất quỹ liên bang và lãi suất chứng chỉ tiền gửi. Do những cải tiến trên thị trường tín dụng Cục Dự trữ Liên bang đã đặt câu hỏi về sự cần thiết của tín dụng mùa vụ và do đó đang dự tính loại bỏ nó vào một thời điểm nào đó trong tương lai.

Người cho vay cuối cùng Ngoài việc được sử dụng như một công cụ để tác động đến dự trữ, cơ sở tiền tệ và cung tiền, vay chiết khấu rất quan trọng trong việc ngăn ngừa và đối phó với các cuộc khủng hoảng tài chính. Khi Hệ thống Dự trữ Liên bang được thành lập, vai trò quan trọng nhất được dự định của nó là **người cho vay cuối cùng**; để ngăn chặn phá sản ngân hàng vượt ngoài tầm kiểm soát, khi không còn ai khác cung cấp dự trữ cho các ngân hàng Fed phải làm điều đó để ngăn chặn khủng hoảng tài chính và ngân hàng. Cho vay chiết khấu là một cách đặc biệt hiệu quả để cung cấp dự trữ cho hệ thống ngân

[5]Thủ tục quản lý cửa sổ chiết khấu đã được thay đổi vào tháng 1 năm 2003. Cơ sở tín dụng sơ cấp đã thay thế cơ sở tín dụng điều chỉnh với lãi suất chiết khấu thường thấp hơn lãi suất thị trường, do đó các ngân hàng bị hạn chế trong việc tiếp cận với khoản tín dụng này. Ngược lại, các ngân hàng khỏe mạnh hiện có thể vay tất cả những gì họ muốn từ cơ sở tín dụng sơ cấp. Cơ sở tín dụng thứ cấp thay thế cho hạn mức tín dụng mở rộng, tập trung nhiều hơn vào các khoản mở rộng tín dụng dài hạn hơn. Về cơ bản, hạn mức tín dụng thời vụ không thay đổi.

[6]Loại cơ sở cho vay thường trực này thường được gọi là cơ sở Lombard ở các quốc gia khác và lãi suất tính cho các khoản vay này thường được gọi là lãi suất Lombard. (Tên này xuất phát từ Lombardy, một khu vực ở miền bắc nước Ý từng là trung tâm ngân hàng quan trọng trong thời Trung cổ.)

hàng trong thời kỳ khủng hoảng ngân hàng vì dự trữ được chuyển ngay lập tức đến các ngân hàng cần chúng nhất.

Để thực hiện vai trò là người cho vay cuối cùng, Fed phải sử dụng công cụ chiết khấu một cách khôn ngoan khi tìm cách ngăn chặn các cuộc khủng hoảng tài chính. Đây là một khía cạnh cực kỳ quan trọng của việc hoạch định chính sách tiền tệ thành công. Khủng hoảng tài chính có thể gây thiệt hại nghiêm trọng cho nền kinh tế vì chúng cản trở khả năng chuyển quỹ của các trung gian tài chính và thị trường đến những người có cơ hội đầu tư hiệu quả (xem Chương 12).

Tuy vậy, không phải lúc nào công cụ chiết khấu cũng được Fed sử dụng để ngăn chặn các cuộc khủng hoảng tài chính, như sự phá sản hàng loạt của các ngân hàng trong thời kỳ Đại khủng hoảng đã chứng minh. Fed đã học được từ những sai lầm của mình trong giai đoạn đó và đã thực hiện vai trò là người cho vay cuối cùng một cách đáng ngưỡng mộ trong giai đoạn sau Thế chiến II. Fed đã sử dụng vũ khí cho vay chiết khấu của mình nhiều lần để tránh hoảng loạn ngân hàng bằng cách cấp các khoản vay cho các ngân hàng đang gặp khó khăn, do đó ngăn ngừa việc phát sinh phá sản ngân hàng.

Thoạt nhìn, có vẻ như sự hiện diện của FDIC, bảo đảm cho người gửi tiền lên tới giới hạn 250.000 đô la cho mỗi tài khoản khỏi tổn thất do phá sản ngân hàng, sẽ khiến chức năng cho vay cuối cùng của Fed trở nên thừa thãi. Có hai lý do khiến điều này không đúng. Đầu tiên, điều quan trọng là quỹ bảo hiểm của FDIC chiếm khoảng 1% tổng số tiền gửi của các ngân hàng. Nếu đồng thời xảy ra một số lượng lớn phá sản ngân hàng, FDIC sẽ không thể bù đắp tất cả các khoản lỗ của người gửi tiền. Ví dụ như số lượng lớn các vụ phá sản ngân hàng trong những năm 1980 và đầu những năm 1990 đã dẫn đến lỗ lớn và quỹ bảo hiểm của FDIC bị thu hẹp, điều này làm giảm khả năng của FDIC trong việc bù đắp tổn thất cho người gửi tiền. Thực tế này không làm suy yếu niềm tin của những người gửi tiền nhỏ vào hệ thống ngân hàng vì Fed đã đứng sau các ngân hàng để sẵn sàng cung cấp bất kỳ khoản dự trữ nào cần thiết nhằm ngăn chặn hoảng loạn ngân hàng. Thứ hai, 1,6 nghìn tỷ đô la tiền gửi mệnh giá lớn trong hệ thống ngân hàng không được FDIC đảm bảo vì chúng vượt quá giới hạn 250.000 đô la. Sự mất niềm tin vào hệ thống ngân hàng vẫn có thể dẫn đến hoảng loạn ở những người gửi tiền mệnh giá lớn và tình trạng hoảng loạn ngân hàng vẫn có thể xảy ra bất chấp sự tồn tại của FDIC. Vai trò người cho vay cuối cùng của Cục Dự trữ Liên bang ngày nay quan trọng hơn bao giờ hết vì số lượng các vụ phá sản ngân hàng trong những năm 1980 và đầu những năm 1990 và trong cuộc khủng hoảng tài chính toàn cầu 2007-2009 là khá lớn.

Fed không chỉ đóng vai trò là người cho vay cuối cùng đối với các ngân hàng mà còn có thể đóng vai trò tương tự trong toàn bộ hệ thống tài chính. Cửa sổ chiết khấu của Fed có thể giúp ngăn ngừa và giải quyết những cuộc khủng hoảng tài chính không do phá sản của ngân hàng gây ra, chẳng hạn như sự sụp đổ của thị trường cổ phiếu Thứ Hai Đen tối năm 1987 và vụ khủng bố phá hủy Trung tâm Thương mại Thế giới vào tháng 9 năm 2001 (thảo luận trong hộp Bên trong Fed). Mặc dù vai trò người cho vay cuối cùng của Fed mang lại lợi ích trong việc ngăn chặn các cuộc khủng hoảng tài chính và ngân hàng, nhưng điều đó đi kèm với một cái giá phải trả. Nếu một ngân hàng kỳ vọng rằng Fed sẽ cung cấp cho họ các khoản vay chiết khấu nếu họ gặp khó khăn, thì ngân hàng đó sẽ sẵn sàng chấp nhận rủi ro nhiều hơn, biết rằng Fed sẽ ra tay giải cứu nếu cần thiết. Do đó, vai trò người cho vay cuối cùng của Fed đã tạo ra một rủi ro đạo đức tương tự như vấn đề mà bảo hiểm tiền gửi tạo ra (thảo luận trong Chương 10): Các ngân hàng chịu nhiều rủi ro hơn, do đó khiến cơ quan bảo hiểm tiền gửi, và người nộp thuế, tổn thất lớn hơn. Vấn đề rủi ro đạo đức nghiêm trọng nhất đối với các ngân hàng lớn, tin rằng Fed và FDIC coi họ là "quá lớn để phá sản"; có nghĩa là, họ tin rằng họ sẽ luôn nhận được các khoản vay của Fed khi gặp khó khăn bởi vì sự phá sản của họ có khả năng dẫn đến hoảng loạn ngân hàng.

Bên trong Fed — Sử dụng cửa sổ chiết khấu để ngăn chặn khủng hoảng tài chính

Sự sụp đổ của Thị trường Cổ phiếu Thứ Hai Đen tối năm 1987 và Vụ Khủng bố Phá hủy Trung tâm Thương mại Thế giới vào tháng 9 năm 2001. Mặc dù ngày 19 tháng 10 năm 1987, được mệnh danh là "Thứ Hai Đen Tối", sẽ đi vào lịch sử với tư cách là ngày có phần trăm giảm giá cổ phiếu trong một ngày lớn nhất cho đến nay (Chỉ số Công nghiệp Dow Jones giảm hơn 20%), thì vào thứ Ba, ngày 20 tháng 10 năm 1987, thị trường tài chính gần như ngừng hoạt động. Felix Rohatyn, một trong những người chơi nổi bật nhất ở Phố Wall, đã tuyên bố thẳng thừng: "Thứ Ba là ngày nguy hiểm nhất mà chúng ta có trong 50 năm."* Phần lớn công lao ngăn chặn một cuộc khủng hoảng thị trường sau Thứ Hai Đen Tối phải được ghi nhận cho Hệ thống Dự trữ Liên bang và đằng sau là Chủ tịch Hội đồng Thống đốc, Alan Greenspan.

Sức ép giữ thị trường hoạt động trong thời gian giá cổ phiếu giảm mạnh xảy ra vào thứ Hai, ngày 19 tháng 10, có nghĩa là nhiều nhà môi giới và chuyên gia (thương nhân chứng khoán-môi giới duy trì giao dịch có trật tự trên các sàn chứng khoán) rất cần thêm quỹ để tài trợ cho hoạt động của họ. Tuy nhiên, các ngân hàng tại New York, cũng như các ngân hàng nước ngoài và khu vực của Hoa Kỳ, rất lo lắng về sức khỏe tài chính của các công ty chứng khoán, đã cắt giảm tín dụng cho ngành chứng khoán vào đúng thời điểm cần tín dụng nhất, và đây là điều hoàn toàn dễ hiểu. Người ta bắt đầu ngửi thấy mùi hoảng loạn. Chủ tịch của một công ty chuyên gia** lớn đã nhận xét rằng vào thứ Hai, "từ 2 giờ chiều trở đi, tình hình hoàn toàn tuyệt vọng. Toàn bộ cộng đồng đầu tư bỏ chạy khỏi thị trường. Chúng ta bị bỏ lại trơ trọi". Đã đến lúc Fed, giống như kỵ binh, cần ra tay giải cứu.

Khi biết được tình hình khó khăn của ngành chứng khoán, Alan Greenspan và E. Gerald Corrigan, khi đó là chủ tịch của Ngân hàng Dự trữ Liên bang New York và là quan chức Fed có quan hệ chặt chẽ nhất với Phố Wall, bắt đầu lo ngại sự sụp đổ ngày càng lan rộng của các công ty chứng khoán. Để ngăn chặn sự sụp đổ này, Greenspan đã thông báo trước khi thị trường mở cửa vào thứ Ba, ngày 20 tháng 10, Hệ thống Dự trữ Liên bang "sẵn sàng đóng vai trò là nguồn thanh khoản để hỗ trợ hệ thống kinh tế và tài chính." Ngoài thông báo bất thường này, Fed nói rõ rằng họ sẽ cho vay chiết khấu bất kỳ ngân hàng nào cấp tín dụng cho ngành chứng khoán, mặc dù điều này không chứng minh được là cần thiết. Một nhà ngân hàng ở New York đã nói, thông điệp của Fed là, "Chúng tôi đây. Bất cứ thứ gì các vị cần, chúng tôi đều sẽ cấp".

Kết quả của hành động kịp thời của Fed là hoảng loạn tài chính đã được ngăn chặn. Các thị trường tiếp tục hoạt động vào thứ Ba và thị trường sau đó đã tăng điểm vào ngày hôm đó, với chỉ số Dow Jones tăng hơn 100 điểm.

Một hoạt động người cho vay cuối cùng tương tự đã được thực hiện sau khi Trung tâm Thương mại Thế giới ở Thành phố New York bị phá hủy vào thứ Ba, ngày 11 tháng 9 năm 2001 - vụ khủng bố tồi tệ nhất trong lịch sử Hoa Kỳ. Do sự gián đoạn của trung tâm tài chính quan trọng nhất trên thế giới, nhu cầu thanh khoản của hệ thống tài chính tăng vọt. Để đáp ứng những nhu cầu này và để giữ cho hệ thống tài chính hoạt động ổn định, trong vòng vài giờ sau khi vụ việc xảy ra, Fed đã đưa ra một thông báo tương tự như thông báo được đưa ra sau sự cố năm 1987: "Hệ thống Dự trữ Liên bang đang mở và hoạt động. Cửa sổ chiết khấu sẵn sàng đáp ứng các nhu cầu về thanh khoản."† Fed sau đó tiếp tục cung cấp 45 tỷ đô la cho các ngân hàng thông qua cửa sổ chiết khấu, tăng gấp 200 lần so với số tiền được cung cấp trong tuần trước. Do hành động này, cùng với việc bơm tới 80 tỷ đô la dự trữ vào hệ thống ngân hàng thông qua các nghiệp vụ thị trường mở, hệ thống tài chính tiếp tục hoạt động. Khi thị trường chứng khoán mở cửa trở lại vào thứ Hai, ngày 17 tháng 9, giao dịch diễn ra trật tự, mặc dù chỉ số Dow Jones đã giảm 7%.

Những kẻ khủng bố đã có thể đánh sập tòa tháp đôi của Trung tâm Thương mại Thế giới, khiến gần 3.000 người thiệt mạng. Tuy nhiên, chúng đã không thể hạ gục hệ thống tài chính Mỹ vì những hành động kịp thời của Cục Dự trữ Liên bang.

*"Terrible Tuesday: How the Stock Market Almost Disintegrated a Day After the Crash," Wall Street Journal, November 20, 1987, p. 1. Bài báo này cung cấp một cái nhìn hấp dẫn và chi tiết hơn về các sự kiện được mô tả ở đây và là nguồn của tất cả các trích dẫn.

†"Economic Front: How Policy Makers Regrouped to Defend the Financial System," Wall Street Journal, September 18, 2001, p. A1, cung cấp thêm chi tiết về giai đoạn này.

** *Specialist* là khái niệm chỉ các thành viên của sở giao dịch chuyên thực hiện vai trò tạo lập thị trường cho một số mã cụ thể, hiện nay khái niệm chuyên gia đã được thay thế bằng *DMM (designated market maker)* nhà tạo lập thị trường được chỉ định.

Tương tự, các hành động của Cục Dự trữ Liên bang để ngăn chặn khủng hoảng tài chính có thể khuyến khích các định chế tài chính phi ngân hàng hấp thụ rủi ro lớn hơn. Họ cũng kỳ vọng rằng Fed sẽ cứu họ nếu việc phá sản của họ sẽ gây ra hoặc làm trầm trọng thêm một cuộc khủng hoảng tài chính. Khi Fed xem xét sử dụng vũ khí chiết khấu để ngăn chặn cơn hoảng loạn, Fed cần cân nhắc sự đánh đổi giữa chi phí rủi ro đạo đức của vai trò là người cho vay cuối cùng và lợi ích của việc ngăn chặn hoảng loạn tài chính. Sự đánh đổi này giải thích tại sao Fed cần cẩn thận không thực hiện chức năng của mình với tư cách là người cho vay cuối cùng quá thường xuyên.

Yêu cầu dự trữ

Như ta đã thấy trong Chương 14, những thay đổi trong tỷ lệ dự trữ bắt buộc ảnh hưởng đến cung tiền bằng cách làm cho số nhân cung tiền thay đổi. Yêu cầu dự trữ tăng lên làm giảm lượng tiền gửi có thể được hỗ trợ bởi cùng một mức cơ sở tiền tệ và dẫn đến cung tiền bị thu hẹp. Yêu cầu dự trữ tăng cũng làm tăng nhu cầu dự trữ và tăng lãi suất quỹ liên bang. Ngược lại, yêu cầu dự trữ giảm dẫn đến mở rộng cung tiền và giảm lãi suất quỹ liên bang. Fed có thẩm quyền thay đổi các yêu cầu dự trữ kể từ những năm 1930; đây đã từng là một phương pháp ảnh hưởng mạnh mẽ đến cung tiền và lãi suất nhưng ngày nay hiếm khi được sử dụng.

Theo Đạo luật nới lỏng quy định và kiểm soát tiền tệ của các Định chế tiền gửi năm 1980, tất cả các định chế tiền gửi, bao gồm các ngân hàng thương mại, hiệp hội tiết kiệm và cho vay, ngân hàng tiết kiệm tương hỗ và liên hiệp tín dụng, đều phải tuân theo cùng một yêu cầu dự trữ: Dự trữ bắt buộc đối với tất cả các khoản tiền gửi giao dịch — bao gồm –Tài khoản giao dịch không trả lãi, tài khoản NOW, tài khoản super-NOW* và tài khoản ATS** (tiết kiệm tự động điều chuyển) — bằng 0 đối với 15,5 triệu đô la đầu tiên trong số tiền gửi giao dịch của ngân hàng, 3% đối với tiền gửi giao dịch từ 15,5 đến 115,1 triệu đô la, và 10% đối với các khoản tiền gửi giao dịch có giá trị trên 115,1 triệu đô la.[7] Tỷ lệ 10% có thể thay đổi trong khoảng từ 8% đến 14%, theo quyết định của Fed. Trong những trường hợp bất thường, tỷ lệ này có thể được nâng lên cao tới 18%.

* Tài khoản *NOW (Negotiable Order of Withdrawal)* và *Super-NOW*: Là các tài khoản tiền gửi cho phép người gửi tiền tiết kiệm và vẫn được nhận lãi, tuy nhiên đến năm 2011 khi điều khoản Q (cấm không cho các ngân hàng trả lãi trên tiền gửi phát séc) bị Đạo luật Dodd-Frank bãi bỏ, thực tế là các tài khoản NOW không còn có ưu thế nổi bật gì so với tiền gửi tiết kiệm nữa.

* *ATS (Automatic transfer savings)* là cơ chế cho phép người gửi tiền chuyển tiền một cách tự động giữa tài khoản tiền gửi tiết kiệm và tiền gửi thanh toán, ví dụ tài khoản nhận lương sẽ có phần tiền gửi thanh toán (không hưởng lãi) được giữ ở mức tối thiểu và phần dư sẽ tự động được quét sang tài khoản tiết kiệm.

Lãi suất dự trữ

Do Fed mới bắt đầu trả lãi suất cho dự trữ từ năm 2008 nên công cụ chính sách tiền tệ này không có lịch sử lâu đời. Vì lý do tương tự, Fed đang thiết lập lãi suất chiết khấu cao hơn lãi suất mục tiêu của quỹ liên bang để khuyến khích việc vay và cho vay trên thị trường quỹ liên bang và để các ngân hàng giám sát lẫn nhau, nhưng cho đến nay Fed vẫn thường ấn định lãi suất dự trữ dưới mức mục tiêu quỹ liên bang. Điều này có nghĩa là Fed vẫn chưa sử dụng lãi suất dự trữ như một công cụ của chính sách tiền tệ, mà thay vào đó họ chỉ sử dụng nó để giúp đưa ra mức sàn cho lãi suất quỹ liên bang. Tuy nhiên, sau cuộc khủng hoảng tài chính toàn cầu, các ngân hàng đã tích lũy được một lượng dự trữ khổng lồ và trong tình huống này, để tăng lãi suất quỹ liên bang sẽ cần một lượng nghiệp vụ thị trường mở quy mô lớn để loại bỏ những khoản dự trữ này khỏi hệ thống ngân hàng. Công cụ lãi suất dự trữ có thể giúp giải quyết tình hình vì nó có thể được sử dụng để tăng lãi suất quỹ liên bang, như được minh họa trong bảng (b) của Hình 5. Công cụ chính sách tiền tệ này đã được sử dụng rộng rãi khi Fed muốn nâng lãi suất quỹ liên bang khỏi mức 0 vẫn được duy trì vào tháng 12 năm 2015.

[7]Những số liệu này là cho năm 2017. Mỗi năm, các số liệu này được điều chỉnh tăng 80% so với tỷ lệ phần trăm gia tăng tiền gửi giao dịch ở Hoa Kỳ.

Ưu điểm tương đối của các công cụ khác nhau

Nghiệp vụ thị trường mở là công cụ chính sách tiền tệ truyền thống quan trọng nhất vì chúng có bốn ưu điểm cơ bản so với các công cụ khác:

1. Nghiệp vụ thị trường mở do Fed khởi tạo, và Fed có toàn quyền kiểm soát khối lượng. Ví dụ, trong hoạt động chiết khấu quyền kiểm soát này không mạnh như vậy, vì khi thay đổi lãi suất chiết khấu Fed có thể khuyến khích hoặc không khuyến khích các ngân hàng vay dự trữ nhưng không thể trực tiếp kiểm soát lượng dự trữ vay.
2. Nghiệp vụ thị trường mở linh hoạt và chính xác; chúng có thể được sử dụng với mức độ chính xác mong muốn. Bất kể thay đổi dự trữ hoặc cơ sở tiền tệ nhỏ đến mức nào, nghiệp vụ thị trường mở có thể đạt được điều đó bằng một giao dịch mua hoặc bán chứng khoán nhỏ. Ngược lại, nếu sự thay đổi mong muốn trong dự trữ hoặc cơ sở là rất lớn, thì công cụ hoạt động của thị trường mở đủ mạnh để thực hiện công việc thông qua việc mua hoặc bán chứng khoán rất lớn.
3. Nghiệp vụ thị trường mở có thể đảo ngược dễ dàng. Nếu một sai lầm được thực hiện trong nghiệp vụ thị trường mở, Fed có thể ngay lập tức đảo ngược sai lầm đó. Nếu phòng giao dịch thấy rằng lãi suất quỹ liên bang quá thấp vì họ đã thực hiện quá nhiều giao dịch mua trên thị trường mở, thì ngay lập tức họ có thể thực hiện điều chỉnh bằng cách tiến hành bán trên thị trường mở.
4. Nghiệp vụ thị trường mở có thể được thực hiện nhanh chóng mà không gặp phải sự chậm trễ hành chính. Khi phòng giao dịch muốn thay đổi cơ sở tiền tệ hoặc dự trữ, họ chỉ cần đặt lệnh với các thương nhân chứng khoán và giao dịch được thực hiện ngay lập tức. Trong khi đó các thay đổi yêu cầu dự trữ cần có thời gian để thực hiện vì các ngân hàng phải được cảnh báo trước để họ có thể điều chỉnh hệ thống máy tính của mình để tính toán dự trữ bắt buộc. Ngoài ra, vì việc điều chỉnh hệ thống máy tính là tốn kém, nên việc đảo ngược thay đổi trong yêu cầu dự trữ là gánh nặng cho các ngân hàng. Vì những lý do này, không có nhiều lý do để khuyến nghị công cụ chính sách thay đổi yêu cầu dự trữ và nó hiếm khi được sử dụng.

Có hai tình huống mà các công cụ khác có lợi thế hơn các nghiệp vụ thị trường mở. Một là khi Fed muốn tăng lãi suất sau khi các ngân hàng đã tích lũy được lượng lớn dự trữ vượt mức. Trong trường hợp này, lãi suất quỹ liên bang có thể được nâng lên bằng cách tăng lãi suất đối với dự trữ, điều này giúp loại bỏ sự cần thiết phải tiến hành các nghiệp vụ thị trường mở lớn để tăng lãi suất quỹ liên bang bằng cách giảm dự trữ. Tình huống thứ hai là khi Fed sử dụng chính sách chiết khấu để thực hiện vai trò người cho vay cuối cùng. Vụ sụp đổ Thứ Hai Đen tối, các cuộc tấn công khủng bố ngày 11 tháng 9 năm 2001 và cuộc khủng hoảng tài chính toàn cầu, mà chúng ta sẽ thảo luận tiếp theo, tất cả đều chỉ ra rằng trong vài thập kỷ qua vai trò của chính sách chiết khấu đã dần trở nên quan trọng hơn.

CÔNG CỤ CHÍNH SÁCH TIỀN TỆ PHI TRUYỀN THỐNG VÀ NỚI LỎNG ĐỊNH LƯỢNG

Trong thời điểm bình thường, các công cụ chính sách tiền tệ truyền thống, giúp mở rộng cung tiền và hạ lãi suất là đủ để ổn định nền kinh tế. Tuy nhiên, khi nền kinh tế trải qua một cuộc khủng hoảng tài chính toàn diện như cuộc khủng hoảng mà chúng ta vừa trải qua, các công cụ chính sách tiền tệ truyền thống không còn nhiều tác dụng, vì hai lý do. Thứ nhất, hệ thống tài chính bị hạn chế đến mức không thể phân bổ vốn cho các hoạt động sản xuất hiệu quả, và do đó, chi đầu tư và nền kinh tế sụp đổ, như ta thảo luận trong Chương 12. Thứ hai, cú sốc âm đối với nền kinh tế có thể dẫn đến **vấn đề giới hạn dưới**

bằng 0, theo đó ngân hàng trung ương không thể giảm lãi suất chính sách của mình (với Fed là lãi suất quỹ liên bang) bởi vì nó đã chạm mức sàn bằng 0, như đã xảy ra vào cuối năm 2008. Lãi suất chính sách, chẳng hạn như lãi suất quỹ liên bang, khó có thể giảm xuống dưới 0 bởi vì so với mức lợi suất bằng không mà các định chế tài chính có được bằng cách giữ tiền mặt, họ không muốn kiếm được lợi tức thấp hơn từ việc cho vay trên thị trường quỹ liên bang. Vì cả hai lý do này, các ngân hàng trung ương cần các công cụ phi lãi suất, được gọi là **các công cụ chính sách tiền tệ phi truyền thống**, để kích thích nền kinh tế. Các công cụ chính sách tiền tệ phi truyền thống này có bốn hình thức: (1) bổ sung thanh khoản, (2) mua tài sản, (3) điều hướng kỳ hạn, và (4) lãi suất âm cho tiền ngân hàng gửi tại ngân hàng trung ương.

Bổ sung thanh khoản

Bởi vì các hành động chính sách tiền tệ truyền thống không đủ để hàn gắn thị trường tài chính trong cuộc khủng hoảng tài chính gần đây, Cục Dự trữ Liên bang đã thực hiện những bổ sung chưa từng có để cung cấp thanh khoản cho thị trường tài chính.

1. **Mở rộng cửa sổ chiết khấu:** Khi bắt đầu cuộc khủng hoảng vào giữa tháng 8 năm 2007, Fed đã hạ lãi suất chiết khấu (lãi suất đối với các khoản cho vay đối với các ngân hàng) xuống 50 điểm cơ bản (0,50 điểm phần trăm) so với lãi suất mục tiêu của quỹ liên bang từ mức 100 điểm cơ bản. Sau đó, lãi suất này đã hạ thấp hơn nữa vào tháng 3 năm 2008, chỉ còn hơn lãi suất mục tiêu quỹ liên bang 25 điểm cơ bản. Tuy nhiên, vì việc vay theo cơ chế chiết khấu thường bị "kỳ thị" (vì việc vay như vậy cho thấy rằng ngân hàng đi vay đang rất cần quỹ và do đó gặp khó khăn), việc sử dụng cơ chế chiết khấu gặp phải hạn chế trong thời kỳ khủng hoảng.
2. **Cơ sở đấu giá có kỳ hạn:** Để khuyến khích vay thêm, vào tháng 12 năm 2007, Fed đã thành lập Cơ sở đấu giá có kỳ hạn (TAF) tạm thời, cho vay với lãi suất được xác định thông qua đấu giá cạnh tranh. TAF được sử dụng rộng rãi hơn cửa sổ chiết khấu vì nó cho phép các ngân hàng vay với lãi suất thấp hơn lãi suất chiết khấu, và lãi suất được xác định một cách cạnh tranh hơn thay vì được ấn định ở mức lãi suất phạt. Các cuộc đấu giá TAF bắt đầu với số tiền 20 tỷ đô la, nhưng khi cuộc khủng hoảng tồi tệ hơn, Fed đã tăng số tiền đáng kể, với tổng giá trị hơn 400 tỷ đô la. (Ngân hàng Trung ương Châu Âu đã tiến hành các hoạt động tương tự, với một cuộc đấu giá vào tháng 6 năm 2008 là hơn 400 tỷ euro.)
3. **Các chương trình cho vay mới:** Fed mở rộng việc cung cấp thanh khoản cho hệ thống tài chính vượt xa hoạt động cho vay truyền thống đối với các tổ chức ngân hàng. Fed đã cho vay các ngân hàng đầu tư cũng như cho vay để thúc đẩy việc mua thương phiếu, chứng khoán bảo đảm bằng vay thế chấp và bằng các tài sản khác. Ngoài ra, Fed đã tham gia cho JP Morgan vay để hỗ trợ việc mua Bear Stearns và cho AIG vay để ngăn chặn sự phá sản của công ty này. Việc mở rộng các chương trình cho vay của Fed trong cuộc khủng hoảng tài chính 2007-2009 thực sự rất đáng chú ý, khiến bảng cân đối kế toán của Fed mở rộng hơn 1 nghìn tỷ đô la vào cuối năm 2008, và sự mở rộng này còn tiếp tục kể cả sau năm 2008. Số lượng các chương trình mới được áp dụng suốt diễn biến của cuộc khủng hoảng đã tạo ra một loạt các từ viết tắt hoàn toàn mới, bao gồm TAF, TSLF, PDCF, AMLF, MMIFF, CPFF và TALF. Các cơ sở này được mô tả chi tiết hơn trong hộp Bên trong Fed, "Các cơ sở cho vay của Fed trong cuộc khủng hoảng tài chính toàn cầu".

Mua tài sản quy mô lớn

Nghiệp vụ thị trường mở của Fed thường chỉ là việc mua chứng khoán chính phủ, đặc biệt là những chứng khoán ngắn hạn. Tuy nhiên, trong cuộc khủng hoảng, Fed đã bắt đầu hai

Bên trong Fed — Các cơ sở cho vay của Fed trong cuộc khủng hoảng tài chính toàn cầu

Trong cuộc khủng hoảng tài chính toàn cầu, Cục Dự trữ Liên bang đã rất sáng tạo trong việc tạo ra một loạt các cơ sở cho vay mới để giúp khôi phục tính thanh khoản cho các bộ phận khác nhau của hệ thống tài chính. Các cơ sở mới, ngày thành lập và chức năng của chúng được liệt kê trong bảng dưới đây.

Cơ sở cho vay	Ngày thành lập	Chức năng
Cơ sở đấu giá có kỳ hạn (TAF)	12/7/2007	Để tăng khoản vay từ Fed, TAF cung cấp các khoản vay với số tiền cố định cho các ngân hàng với lãi suất được xác định bằng đấu giá cạnh tranh chứ không phải do Fed ấn định như cho vay chiết khấu thông thường.
Cơ sở cho vay chứng khoán có kỳ hạn (TSLF)	11/3/2008	Để cung cấp đủ chứng khoán Kho bạc nhằm đóng vai trò tài sản thế chấp trên thị trường tín dụng, TSLF cho vay chứng khoán Kho bạc cho các thương nhân sơ cấp với thời hạn dài hơn qua đêm với nhiều loại tài sản thế chấp.
Hạn mức tín dụng chéo	11/3/2008	Hạn mức tín dụng chéo cho các ngân hàng trung ương nước ngoài vay đô la đổi lấy ngoại tệ để các ngân hàng trung ương này có thể cấp các khoản vay bằng đô la cho các ngân hàng trong nước của họ.
Cho JP Morgan vay để mua Bear Stearns	14/3/2008	Mua 30 tỷ đô la tài sản Bear Stearns thông qua các khoản vay không truy đòi cho JP Morgan để tạo điều kiện mua Bear Stearns
Cơ sở tín dụng thương nhân sơ cấp (PDCF)	16/3/2008	PDCF cho các thương nhân sơ cấp (bao gồm cả các ngân hàng đầu tư) vay theo các điều khoản tương tự như các điều khoản mà ngân hàng vay từ cửa sổ chiết khấu truyền thống.
Cho vay AIG	16/9/2008	Cho AIG vay 85 tỷ đô la
Cơ sở thanh khoản Thương phiếu đảm bảo bằng tài sản cho Quỹ tương hỗ Thị trường tiền tệ (AMLF)	19/9/2008	AMLF cho các thương nhân sơ cấp vay để họ có thể mua thương phiếu đảm bảo bằng tài sản từ các quỹ tương hỗ trên thị trường tiền tệ để các quỹ này có thể bán thương phiếu này nhằm đáp ứng nhu cầu hoàn lại từ các nhà đầu tư của họ.
Cơ sở tài trợ thương phiếu (CPFF)	7/10/2008	CPFF tài trợ cho việc mua thương phiếu từ các tổ chức phát hành.
Cơ sở tài trợ nhà đầu tư thị trường tiền tệ (MMIFF)	21/11 2008	MMIFF cho vay các công ty chuyên biệt để mua nhiều loại tài sản quỹ tương hỗ trên thị trường tiền tệ hơn.
Cơ sở cho vay chứng khoán có kỳ hạn bảo đảm bằng tài sản (TALF)	25/11/2008	TALF lcho các tổ chức phát hành chứng khoán đảm bảo bằng tài sản vay sử dụng các chứng khoán này làm tài sản thế chấp để cải thiện hoạt động của thị trường này.

chương trình mua tài sản mới, quy mô lớn (thường được gọi là LSAP- large-scale asset purchase programs) để hạ lãi suất cho một số loại tín dụng cụ thể.

1. Vào tháng 11 năm 2008, Fed đã thiết lập Chương trình mua các đối tượng được Chính phủ tài trợ, trong đó Fed cuối cùng đã mua 1,25 nghìn tỷ đô la chứng khoán được bảo đảm bằng thế chấp (MBS) do Fannie Mae và Freddie Mac bảo lãnh. Thông qua các giao dịch mua này, Fed hi vọng sẽ thúc đẩy thị trường MBS và giảm lãi suất đối với các khoản thế chấp nhà ở để kích thích thị trường nhà ở.
2. Vào tháng 11 năm 2010, Fed thông báo rằng họ sẽ mua 600 tỷ đô la chứng khoán Kho bạc dài hạn với mức mua khoảng 75 tỷ đô la mỗi tháng. Chương trình mua quy mô lớn này, được gọi là QE2 (viết tắt của Nới lỏng Định lượng 2, không phải tàu du lịch Cunard*), nhằm giảm lãi suất dài hạn. Mặc dù lãi suất *ngắn hạn* đối với chứng khoán Kho bạc đã chạm mức sàn 0 trong cuộc khủng hoảng tài chính toàn cầu, nhưng lãi suất dài hạn thì không. Do các dự án đầu tư có thời hạn lâu dài nên lãi suất dài hạn phù hợp với quyết định đầu tư hơn lãi suất ngắn hạn. Việc Fed mua trái phiếu Kho bạc dài hạn là một nỗ lực nhằm kích thích chi tiêu đầu tư và nền kinh tế bằng cách hạ lãi suất dài hạn.
3. Vào tháng 9 năm 2012, Cục Dự trữ Liên bang đã công bố một chương trình mua tài sản quy mô lớn thứ ba, được gọi là QE3, kết hợp các yếu tố của QE1 và QE2. Thông qua QE3, Fed đã tiến hành mua mỗi tháng 40 tỷ đô la chứng khoán được đảm bảo bằng thế chấp và 45 tỷ đô la trái phiếu Kho bạc dài hạn. Tuy nhiên, QE3 khác biệt ở một điểm chính so với các chương trình QE trước đó là mục tiêu của nó không phải là tăng tài sản lên một lượng giá trị cố định mà thay vào đó là kết thúc mở, với kế hoạch mua sẽ tiếp tục "nếu triển vọng thị trường lao động không cải thiện một cách cơ bản."

* Tác giả muốn nhắc tới việc từ QE2 cũng là tên viết tắt của *Queen Elizabeth 2*, một con tàu du lịch sang trọng nổi tiếng của hãng Cunard Line. QE2 ở đây là *Quantitative Easing 2*, nới lỏng định lượng lần 2.

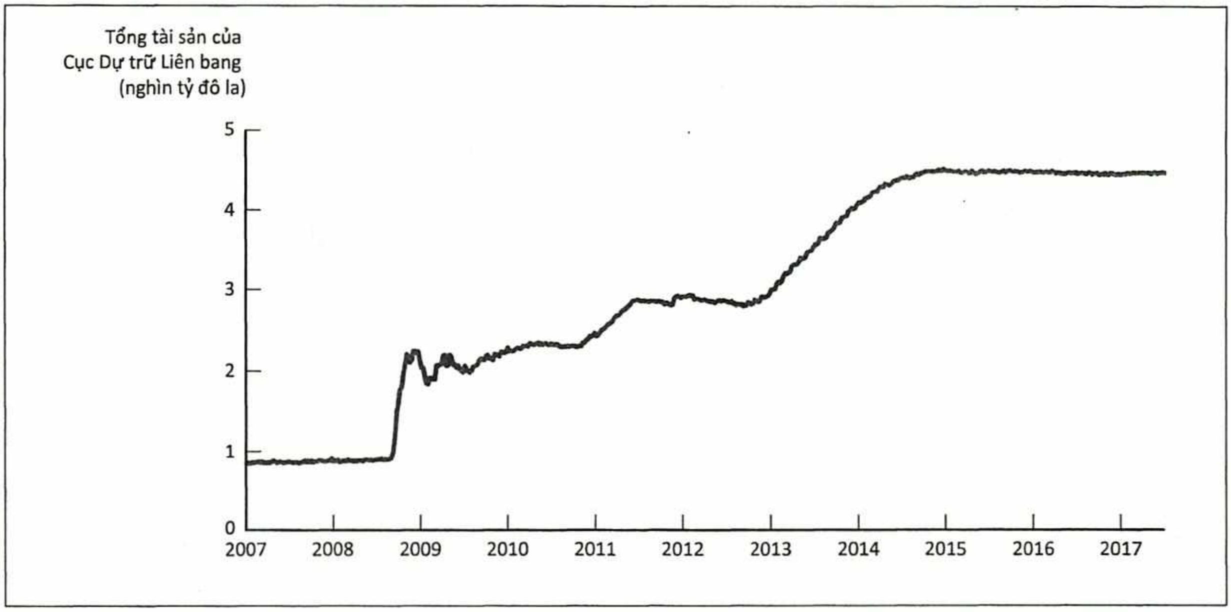
Các chương trình cung cấp thanh khoản và mua tài sản quy mô lớn này đã khiến bảng cân đối của Cục Dự trữ Liên bang tăng gấp bốn lần, một mức chưa từng có (thể hiện trong Hình 7).

Nới lỏng định lượng vs. Nới lỏng tín dụng

Như chúng ta vừa thấy, các chương trình do Fed đưa ra nhằm ứng phó với cuộc khủng hoảng tài chính toàn cầu đã dẫn đến sự gia tăng chưa từng có tiền lệ của bảng cân đối của Cục Dự trữ Liên bang từ khoảng 900 tỷ đô la lên hơn 4 nghìn tỷ đô la vào năm 2017. Việc mở rộng bảng cân đối kế toán này được gọi là **nới lỏng định lượng** bởi vì, như được trình bày trong Chương 14, nó dẫn đến sự gia tăng lớn về cơ sở tiền tệ. Bởi vì sự gia tăng cơ sở tiền tệ như vậy thường dẫn đến mở rộng cung tiền, nên có vẻ sự mở rộng như vậy sẽ là động lực mạnh mẽ trong việc kích thích nền kinh tế trong ngắn hạn và có thể tạo ra lạm phát.

Có đủ lý do để nghi ngờ giả thuyết này. Đầu tiên, như chúng ta đã thấy trong ứng dụng cuối cùng ở Chương 14, sự mở rộng mạnh bảng cân đối kế toán của Fed và cơ sở tiền tệ không dẫn đến sự gia tăng lớn trong cung tiền, bởi vì phần lớn sự gia tăng cơ sở tiền tệ chỉ chảy vào nắm giữ dự trữ vượt mức. Thứ hai, vì lãi suất quỹ liên bang đã giảm xuống mức giới hạn bằng 0, việc mở rộng bảng cân đối kế toán và cơ sở tiền tệ không thể làm giảm lãi suất ngắn hạn hơn nữa để kích thích nền kinh tế. Thứ ba, cơ sở tiền tệ tăng không có nghĩa là các ngân hàng sẽ tăng cho vay, bởi vì thay vì cho vay họ chỉ bổ sung vào lượng dự trữ vượt mức của mình. Dường như những điều này đã xảy ra trong cuộc khủng hoảng tài chính toàn cầu, khi sự gia tăng mạnh của cơ sở tiền tệ chủ yếu dẫn đến sự gia tăng mạnh của dự trữ vượt mức trong khi đó cho vay ngân hàng không tăng. Có vẻ một hiện tượng tương tự cũng xảy ra khi Ngân hàng Trung ương Nhật Bản tham gia vào việc nới lỏng định lượng sau khi bong bóng thị trường chứng khoán và bất động sản của Nhật Bản vỡ vào những năm 1990; Tuy nhiên, nền kinh tế Nhật Bản không những không phục hồi được mà thậm chí lạm phát còn chuyển sang âm.

MyLab Economics Dữ liệu thời gian thực



HÌNH 7 Sự mở rộng Bảng cân đối của Cục Dự trữ Liên bang, 2007–2017

Quy mô bảng cân đối của Cục Dự trữ Liên bang đã tăng hơn gấp bốn lần trong và sau cuộc khủng hoảng tài chính toàn cầu.

Nguồn: Cơ sở dữ liệu của Ngân hàng Dự trữ Liên bang St. Louis FRED: https://fred.stlouisfed.org/series/WALCL.

Liệu sự hoài nghi đối với nới lỏng định lượng có nghĩa là các hành động chính sách tiền tệ phi truyền thống của Fed trong cuộc khủng hoảng tài chính không còn hiệu quả trong việc kích thích nền kinh tế nữa? Chủ tịch Fed vào thời điểm đó, Ben Bernanke, lập luận rằng câu trả lời là không, bởi vì các chính sách của Fed không hướng vào việc mở rộng bảng cân đối của Fed mà là **nới lỏng tín dụng**—nghĩa là, thay đổi thành phần của bảng cân đối của Fed để cải thiện hoạt động của các phân đoạn cụ thể của thị trường tín dụng. Bernanke kiên quyết rằng các chính sách của Fed không nên được coi là nới lỏng định lượng.

Việc thay đổi thành phần bảng cân đối của Fed có thể kích thích nền kinh tế theo nhiều cách. Thứ nhất, khi Fed cung cấp thanh khoản cho một phân khúc cụ thể của thị trường tín dụng bị tắc ứ, tính thanh khoản đó có thể giúp khơi thông thị trường và do đó cho phép Fed phân bổ vốn cho các mục đích hiệu quả, do đó kích thích nền kinh tế. Thứ hai, khi Fed mua các chứng khoán nhất định, sẽ làm tăng nhu cầu đối với các chứng khoán đó và như chúng ta đã thấy trong Chương 6, một hành động như vậy có thể làm giảm lãi suất của các chứng khoán đó tương đối so với lãi suất của các chứng khoán khác. Do đó, ngay cả khi lãi suất ngắn hạn đã chạm mức sàn 0, việc mua tài sản có thể làm giảm lãi suất cho người đi vay trong các thị trường tín dụng nhất định và do đó kích thích chi tiêu. Ví dụ, việc mua các chứng khoán được bảo đảm bằng thế chấp của các GSE có vẻ đã làm giảm lãi suất của các chứng khoán này, dẫn đến việc giảm đáng kể lãi suất vay thế chấp nhà ở. Việc mua chứng khoán dài hạn của chính phủ cũng có thể làm giảm lãi suất của chúng so với lãi suất ngắn hạn và bởi vì lãi suất dài hạn phù hợp hơn với các quyết định đầu tư, những giao dịch mua trên thị trường tài sản này có thể thúc đẩy

chi tiêu đầu tư. Nghiên cứu gần đây có xu hướng ủng hộ quan điểm này, với ước tính về sự sụt giảm lãi suất dài hạn sau các chương trình mua tài sản của Fed vào khoảng 100 điểm cơ bản (một điểm phần trăm).[8]

Điều hướng kỳ hạn

Mặc dù lãi suất ngắn hạn không thể hạ xuống dưới 0 do hậu quả của cuộc khủng hoảng tài chính toàn cầu, nhưng Cục Dự trữ Liên bang có thể lựa chọn con đường khác để hạ thấp lãi suất dài hạn, giúp kích thích nền kinh tế. Con đường này là cam kết của Fed giữ lãi suất quỹ liên bang ở mức 0 trong một thời gian dài. Để hiểu cơ chế hoạt động của phương thức này, hãy nhớ lại thảo luận của chúng ta về lý thuyết kỳ vọng trong cấu trúc kỳ hạn của lãi suất ở Chương 6. Tại đó, chúng ta thấy rằng lãi suất dài hạn sẽ bằng mức trung bình của các lãi suất ngắn hạn mà thị trường mong đợi xảy ra trong suốt thời gian của trái phiếu dài hạn. Bằng cách cam kết hành động chính sách trong tương lai là giữ lãi suất quỹ liên bang ở mức 0 trong một thời gian dài, Fed có thể hạ thấp kỳ vọng của thị trường về lãi suất ngắn hạn trong tương lai, do đó khiến lãi suất dài hạn giảm. Michael Woodford của Đại học Columbia đã gọi một chiến lược như vậy là **quản trị kỳ vọng**, nhưng nó thường được gọi là **điều hướng kỳ hạn.**

Fed đã theo đuổi chiến lược điều hướng kỳ hạn này khi tuyên bố sau cuộc họp FOMC vào ngày 16 tháng 12 năm 2008, rằng sẽ không chỉ hạ mục tiêu lãi suất quỹ liên bang xuống từ 0 đến ¼% mà "Ủy ban dự đoán rằng điều kiện kinh tế yếu có khả năng đảm bảo mức lãi suất quỹ liên bang sẽ đặc biệt thấp trong một thời gian." Fed tiếp tục sử dụng cách lập ngôn này trong các tuyên bố FOMC của mình trong vài năm sau đó, thậm chí cam kết giữ lãi suất quỹ liên bang gần bằng 0 cho đến một ngày thực tế giữa năm 2013 tại cuộc họp FOMC vào tháng 8 năm 2011 (được sửa đổi thành giữa năm 2015 tại các cuộc họp sau). Mặc dù lãi suất dài hạn đối với chứng khoán Kho bạc sau đó đã giảm, nhưng không rõ mức độ sụt giảm này là do điều hướng kỳ hạn của Fed hay do sự suy yếu chung của nền kinh tế.

Có hai loại cam kết các hành động chính sách trong tương lai: có điều kiện và vô điều kiện. Cam kết giữ lãi suất quỹ liên bang ở mức 0 trong một thời gian dài bắt đầu từ năm 2008 là *có điều kiện* vì Fed tuyên bố rằng quyết định được đưa ra dựa trên điều kiện nền kinh tế yếu trong tương lai. Nếu hoàn cảnh kinh tế thay đổi, FOMC có thể từ bỏ cam kết. Ngoài ra, Fed có thể đưa ra cam kết *vô điều kiện* bằng cách chỉ tuyên bố rằng họ sẽ giữ lãi suất quỹ liên bang ở mức 0 trong một thời gian dài, mà không chỉ ra rằng quyết định này có thể thay đổi tùy thuộc vào tình trạng của nền kinh tế. Cam kết vô điều kiện mạnh hơn cam kết có điều kiện vì nó không ngụ ý rằng cam kết sẽ bị hủy bỏ và do đó có khả năng ảnh hưởng lớn hơn đến lãi suất dài hạn. Tuy nhiên, nó có nhược điểm là, ngay cả khi hoàn cảnh thay đổi theo hướng cần phải từ bỏ cam kết, Fed vẫn thấy rằng không thể thất hứa và do đó không thể từ bỏ những gì đã cam kết.

Những nhược điểm của cam kết vô điều kiện được minh họa bằng kinh nghiệm của Fed trong giai đoạn 2003–2006. Năm 2003, Fed lo lắng rằng lạm phát quá thấp và xác suất của giảm phát là đáng kể. Tại cuộc họp FOMC ngày 12 tháng 8 năm 2003, FOMC đã tuyên bố, "Trong tình hình này, Ủy ban tin rằng chính sách tiền tệ mở rộng có thể được duy trì trong một thời gian đủ dài." Sau đó, khi Fed bắt đầu thắt chặt chính sách tại cuộc họp FOMC ngày 30 tháng 6 năm 2004, họ đã thay đổi tuyên bố của mình thành "chính sách mở rộng có thể bị rút lại với tốc độ có thể đo lường được". Trong 17 cuộc

[8]Ví dụ, đọc Joseph Gagnon, Mathew Raskin, Julie Remache, and Brian Sack, "Large Scale Asset Purchases by the Federal Reserve: Did They Work?" Federal Reserve Bank of New York Economic Policy Review, Volume 17, Number 1 (May 2011), pp. 41–59..

họp FOMC tiếp theo, cho đến tháng 6 năm 2006, Fed đã nâng mục tiêu lãi suất quỹ liên bang lên chính xác ¼ điểm phần trăm tại mỗi cuộc họp. Thị trường hiểu rằng các tuyên bố của FOMC là cam kết vô điều kiện, và đây là lý do tại sao Fed bị ràng buộc không được đi chệch khỏi ngưỡng ¼ điểm phần trăm tại mỗi cuộc họp của FOMC. Nhìn lại, cam kết này đã dẫn đến chính sách tiền tệ quá nới lỏng trong thời gian quá dài, làm lạm phát sau đó tăng lên trên mức mong muốn và, như chỉ ra trong Chương 12, có thể đã là nguyên nhân thúc đẩy bong bóng nhà đất, dẫn đến hậu quả tàn khốc như vậy đối với nền kinh tế khi bong bóng vỡ.

Khi Fed công bố một ngày cụ thể để từ bỏ mức lãi suất đặc biệt thấp, nhiều thành viên thị trường đã coi thông báo này như một cam kết vô điều kiện, bất chấp sự phản đối của Cục Dự trữ Liên bang về cách hiểu như thế. Để tránh những vấn đề liên quan đến cam kết vô điều kiện, vào tháng 12 năm 2012, Fed đã thay đổi tuyên bố của mình thành có điều kiện rõ ràng hơn bằng cách chỉ ra rằng "phạm vi đặc biệt thấp đối với lãi suất quỹ liên bang sẽ phù hợp ít nhất là khi tỷ lệ thất nghiệp vẫn ở trên 6½%, và lạm phát trong khoảng thời gian từ một đến hai năm tới được dự đoán là không cao quá 0,5% so với mục tiêu dài hạn 2% của Ủy ban." Với tỷ lệ thất nghiệp gần chạm mốc 6½%, tại cuộc họp tháng 3 năm 2014, FOMC đã bỏ điều hướng kỳ hạn dựa trên ngưỡng thất nghiệp và lạm phát. Sau đó, ủy ban này thông báo rằng họ sẽ xác định thời gian và quy mô của những thay đổi trong mục tiêu đối với lãi suất quỹ liên bang, có tính đến "nhiều loại thông tin, bao gồm các thước đo về điều kiện thị trường lao động, các chỉ số về áp lực lạm phát và kỳ vọng lạm phát, và các chỉ số về phát triển tài chính và quốc tế."

Lãi suất âm cho tiền gửi của các ngân hàng

Với lạm phát rất thấp và nền kinh tế suy yếu sau cuộc khủng hoảng tài chính toàn cầu, các ngân hàng trung ương ở châu Âu và Nhật Bản gần đây đã bắt đầu thử nghiệm một công cụ chính sách tiền tệ phi truyền thống mới, ấn định lãi suất tiền gửi của các ngân hàng tại ngân hàng trung ương của họ là âm. Nói cách khác, các ngân hàng bây giờ phải trả cho ngân hàng trung ương của họ để giữ tiền gửi trong ngân hàng trung ương. Ngân hàng trung ương Thụy Điển là ngân hàng đầu tiên ấn định lãi suất âm đối với tiền gửi của ngân hàng vào tháng 7 năm 2009, tiếp theo là ngân hàng trung ương Đan Mạch vào tháng 7 năm 2012, ECB vào tháng 6 năm 2014, ngân hàng trung ương Thụy Sĩ vào tháng 12 năm 2014, và Ngân hàng Nhật Bản vào tháng 1 năm 2016.

Việc ấn định lãi suất âm đối với tiền gửi của các ngân hàng được cho là có tác dụng kích thích nền kinh tế bằng cách khuyến khích các ngân hàng cho vay các khoản tiền gửi mà họ đang giữ tại ngân hàng trung ương, từ đó khuyến khích các hộ gia đình và doanh nghiệp chi tiêu nhiều hơn. Tuy nhiên, có những nghi ngờ về khả năng lãi suất tiền gửi âm có thể đem lại tác động mở rộng dự kiến.

Thứ nhất, các ngân hàng có thể không cho vay các khoản tiền gửi của họ tại ngân hàng trung ương mà thay vào đó chuyển chúng thành tiền mặt. Làm vậy sẽ phát sinh một số chi phí vì các ngân hàng sẽ phải xây dựng nhiều hầm chứa hơn và thuê người bảo vệ tiền mặt. Tuy nhiên, họ vẫn có thể thích làm điều này hơn là cho vay.

Thứ hai, việc thu lãi từ các ngân hàng đối với tiền gửi của họ có thể rất tốn kém đối với ngân hàng nếu họ vẫn phải trả lãi suất dương cho người gửi tiền. Trong trường hợp này, lợi nhuận của ngân hàng sẽ giảm. Kết quả sau đó có thể làm cho các ngân hàng ít muốn cho vay hơn. Vì vậy, thay vì được mở rộng, lãi suất âm cho tiền gửi của các ngân hàng có thể khiến các ngân hàng cắt giảm cho vay và do đó sẽ trở thành thắt chặt.

Vẫn chưa có kết luận liệu lãi suất âm đối với tiền gửi ngân hàng được giữ tại các ngân hàng trung ương có kích thích nền kinh tế như dự kiến hay không. Những nghi ngờ về tính

hiệu quả của công cụ chính sách tiền tệ phi truyền thống này đã khiến Janet Yellen, Chủ tịch Hội đồng Thống đốc của Cục Dự trữ Liên bang, tuyên bố vào năm 2016 rằng Fed không xem xét sử dụng công cụ này để kích thích nền kinh tế. Tuy nhiên, quan điểm của Cục Dự trữ Liên bang có thể thay đổi nếu nền kinh tế Mỹ suy yếu hơn nhiều và nếu kinh nghiệm về lãi suất âm ở các nước khác cho thấy công cụ này có hiệu quả trong việc kích thích chi tiêu.

CÔNG CỤ CHÍNH SÁCH TIỀN TỆ CỦA NGÂN HÀNG TRUNG ƯƠNG CHÂU ÂU

Giống như Cục Dự trữ Liên bang, Hệ thống Ngân hàng Trung ương Châu Âu (thường được gọi là Ngân hàng Trung ương Châu Âu) báo hiệu lập trường của chính sách tiền tệ của mình bằng cách đặt ra **lãi suất tài trợ mục tiêu**, từ đó đặt mục tiêu cho lãi suất tiền mặt qua đêm. Giống như lãi suất quỹ liên bang, **lãi suất tiền mặt qua đêm** là lãi suất cho các khoản vay liên ngân hàng rất ngắn hạn. Các công cụ chính sách tiền tệ mà Ngân hàng Trung ương Châu Âu sử dụng tương tự như các công cụ được Cục Dự trữ Liên bang sử dụng và bao gồm nghiệp vụ thị trường mở, cho vay các ngân hàng và các yêu cầu về dự trữ.

Nghiệp vụ thị trường mở

Giống như Cục Dự trữ Liên bang, Ngân hàng Trung ương Châu Âu sử dụng các nghiệp vụ thị trường mở làm công cụ chính để tiến hành chính sách tiền tệ và thiết lập tỷ giá tiền mặt qua đêm ở mức tài chính mục tiêu. **Nghiệp vụ tái tài trợ chính** là hình thức chủ yếu của nghiệp vụ thị trường mở và tương tự như các giao dịch repo của Fed. Chúng bao gồm các **giao dịch đảo ngược** hàng tuần (mua hoặc bán tài sản đủ điều kiện theo hoạt động mua lại hoặc tín dụng đối với tài sản đủ điều kiện làm tài sản thế chấp) được đảo ngược trong vòng hai tuần. Các tổ chức tín dụng nộp hồ sơ tham dự và Ngân hàng Trung ương Châu Âu quyết định chấp nhận hồ sơ nào. Giống như Cục Dự trữ Liên bang, Ngân hàng Trung ương Châu Âu chấp nhận các hồ sơ được định giá hấp dẫn nhất và thực hiện mua hoặc bán cho đến khi đạt lượng cung dự trữ mong muốn. Trái ngược với Cục Dự trữ Liên bang, thực hiện các nghiệp vụ thị trường mở tại một địa điểm tại Ngân hàng Dự trữ Liên bang New York, Ngân hàng Trung ương Châu Âu phân cấp các nghiệp vụ thị trường mở của mình bằng cách thực hiện chúng thông qua các ngân hàng trung ương của từng nước.

Loại nghiệp vụ thị trường mở thứ hai là **nghiệp vụ tái tài trợ dài hạn**, là nguồn thanh khoản nhỏ hơn nhiều cho hệ thống ngân hàng khu vực đồng euro và tương tự như hoạt động mua hoặc bán đứt chứng khoán của Fed. Các nghiệp vụ này được thực hiện hàng tháng và thường liên quan đến việc mua hoặc bán chứng khoán có thời gian đáo hạn là ba tháng. Chúng không được sử dụng để báo hiệu lập trường chính sách tiền tệ, mà thay vào đó nhằm mục đích cung cấp cho các ngân hàng khu vực đồng euro khả năng tiếp cận các nguồn vốn dài hạn hơn.

Cho vay các ngân hàng

Như trường hợp của Fed, công cụ quan trọng nhất tiếp theo của chính sách tiền tệ đối với Ngân hàng Trung ương Châu Âu là việc cho các định chế ngân hàng vay vốn do các ngân hàng trung ương quốc gia thực hiện, giống như việc cho vay chiết khấu được thực hiện bởi từng Ngân hàng Dự trữ Liên bang. Việc cho vay này diễn ra thông qua một cơ sở cho vay thường trực được gọi là **cơ sở cho vay biên**. Thông qua các cơ sở này, các ngân hàng có thể vay (với tài sản thế chấp đủ điều kiện) các khoản vay qua đêm từ

các ngân hàng trung ương quốc gia với **lãi suất cho vay biên**, được ấn định ở mức 100 điểm cơ bản trên lãi suất tài trợ mục tiêu. Lãi suất cho vay biên cung cấp trần lãi suất thị trường qua đêm trong Liên minh Tiền tệ châu Âu, cũng như vai trò của lãi suất chiết khấu tại Hoa Kỳ.

Lãi suất với các khoản dự trữ

Cũng như ở Hoa Kỳ, Canada, Úc và New Zealand, Hệ thống đồng tiền chung châu Âu có một cơ sở thường trực khác, **cơ sở tiền gửi**, trong đó các ngân hàng được trả lãi suất thường thấp hơn 100 điểm cơ bản so với lãi suất tài trợ mục tiêu. Lãi suất xác định trước trên cơ sở tiền gửi tạo mức sàn cho lãi suất thị trường qua đêm, trong khi lãi suất cho vay cận biên đặt ra mức trần. Lãi suất dự trữ do ECB quy định không phải lúc nào cũng dương. Như đã thảo luận ở trên, ECB đã xác định lãi suất âm trên dự trữ bắt đầu từ tháng 6 năm 2014.

Yêu cầu dự trữ

Giống như Cục Dự trữ Liên bang, Ngân hàng Trung ương Châu Âu áp đặt các yêu cầu dự trữ sao cho tất cả các tổ chức nhận tiền gửi phải giữ 2% tổng số tiền gửi phát séc và các khoản tiền gửi ngắn hạn khác trong tài khoản dự trữ của các ngân hàng trung ương quốc gia. Tất cả các tổ chức chịu yêu cầu dự trữ tối thiểu đều có quyền truy cập vào các cơ sở cho vay thường trực của Ngân hàng Trung ương Châu Âu và tham gia vào các nghiệp vụ thị trường mở.

TÓM LƯỢC

1. Phân tích cung cầu của thị trường dự trữ mang lại kết quả sau: Khi Fed thực hiện mua trên thị trường mở hoặc giảm yêu cầu dự trữ, lãi suất quỹ liên bang sẽ giảm xuống. Khi Fed thực hiện bán thị trường mở hoặc tăng yêu cầu dự trữ, lãi suất quỹ liên bang sẽ tăng. Những thay đổi về lãi suất chiết khấu và lãi suất trả cho các khoản dự trữ cũng có thể ảnh hưởng đến lãi suất quỹ liên bang.
2. Các công cụ chính sách tiền tệ truyền thống bao gồm nghiệp vụ thị trường mở, chính sách chiết khấu, yêu cầu dự trữ và lãi suất dự trữ. Nghiệp vụ thị trường mở là công cụ chủ yếu được Fed sử dụng để thực hiện chính sách tiền tệ trong thời gian bình thường vì chúng diễn ra theo sự khởi tạo của Fed, linh hoạt, dễ đảo ngược và có thể thực hiện nhanh chóng. Chính sách chiết khấu có lợi thế là cho phép Fed thực hiện vai trò người cho vay cuối cùng, khi việc tăng lãi suất đối với dự trữ để tăng lãi suất quỹ liên bang giúp không phải tiến hành các nghiệp vụ thị trường mở lớn để giảm dự trữ khi các ngân hàng đã tích lũy được một lượng lớn dự trữ vượt mức.
3. Các công cụ chính sách tiền tệ truyền thống không còn hiệu quả khi xảy ra vấn đề giới hạn dưới bằng 0, khi đó ngân hàng trung ương không thể hạ lãi suất ngắn hạn do đã chạm mức sàn 0. Trong tình huống này, các ngân hàng trung ương sử dụng các công cụ chính sách tiền tệ phi truyền thống, bao gồm bổ sung thanh khoản, mua tài sản và cam kết thực hiện các hành động chính sách trong tương lai. Bổ sung thanh khoản và mua tài sản dẫn đến mở rộng bảng cân đối của ngân hàng trung ương, được gọi là nới lỏng định lượng. Bản thân việc mở rộng bảng cân đối của ngân hàng trung ương không có tác động lớn đến nền kinh tế, nhưng việc thay đổi thành phần của bảng cân đối kế toán, được thực hiện bằng việc bổ sung thanh khoản và mua tài sản, được gọi là nới lỏng tín dụng, có thể có tác dụng bằng cách cải thiện hoạt động của các thị trường tín dụng cụ thể.

4. Các công cụ chính sách tiền tệ mà Ngân hàng Trung ương Châu Âu sử dụng tương tự như các công cụ được Hệ thống Dự trữ Liên bang sử dụng và liên quan đến các nghiệp vụ thị trường mở, cho vay các ngân hàng và các yêu cầu về dự trữ. Các nghiệp vụ tái cấp vốn chủ chốt — nghiệp vụ thị trường mở bằng repo thường được đảo ngược trong vòng hai tuần — là công cụ chính được sử dụng để ấn định lãi suất tiền mặt qua đêm ở mức lãi suất tài trợ mục tiêu. Ngân hàng Trung ương Châu Âu cũng vận hành các cơ sở cho vay thường trực, đảm bảo rằng lãi suất tiền mặt qua đêm duy trì trong phạm vi 100 điểm cơ bản của lãi suất tài trợ mục tiêu.

THUẬT NGỮ QUAN TRỌNG

công cụ chính sách tiền tệ truyền thống, 350
nới lỏng tín dụng, 360
nghiệp vụ thị trường mở phòng thủ, 350
cơ sở tiền gửi, 364
cửa sổ chiết khấu, 351
nghiệp vụ thị trường mở năng động, 350
lãi suất quỹ liên bang, 343
điều hướng kỳ hạn, 361
người cho vay cuối cùng, 353
hoạt động tái tài trợ dài hạn, 364
hoạt động cấp vốn chủ chốt, 363
quản trị kỳ vọng, 361
cơ sở cho vay biên, 364
Lãi suất cho vay biên, 364
giao dịch mua bán đối ứng (repo đảo), 351
các công cụ chính sách tiền tệ phi truyền thống, 357
lãi suất tiền mặt qua đêm, 363
thương nhân chứng khoán sơ cấp, 351
nới lỏng định lượng, 360
thỏa thuận mua lại (repo), 351
giao dịch đảo ngược, 363
cơ sở cho vay thường trực, 351
lãi suất tài trợ mục tiêu, 363
vấn đề giới hạn dưới bằng không, 357

CÂU HỎI

Tất cả các câu hỏi đều có trong **MyLab Economics** *tại* www.pearson.com/mylab/economics.

1. Nếu người quản lý phòng giao dịch thị trường mở nghe tin rằng một cơn bão tuyết sắp tấn công thành phố New York, gây khó khăn cho việc xuất trình séc để thanh toán ở đó và do đó làm gia tăng tiền đang chuyển, người quản lý thị trường mở sẽ thực hiện những hoạt động phòng thủ nào?
2. Trong kỳ nghỉ lễ, khi tỷ lệ nắm giữ tiền giấy của công chúng tăng lên, hoạt động thị trường mở phòng thủ nào thường xảy ra? Tại sao?
3. Nếu Kho bạc thanh toán một hóa đơn lớn cho các nhà thầu quốc phòng và kết quả là tiền gửi của họ tại Fed giảm, người quản lý thị trường mở phòng thủ sẽ thực hiện những hoạt động phòng thủ nào?
4. Nếu tiền đang chuyển giảm xuống dưới mức bình thường, tại sao người quản lý các hoạt động nội địa có thể xem xét việc sử dụng các thỏa thuận mua lại để tác động đến cơ sở tiền tệ thay vì mua đứt trái phiếu?
5. "Cách duy nhất mà Fed có thể ảnh hưởng đến mức dự trữ vay là bằng cách điều chỉnh lãi suất chiết khấu." Tuyên bố này đúng, sai hay không chắc chắn? Giải thích câu trả lời của bạn.
6. "Lãi suất quỹ liên bang không bao giờ được cao hơn lãi suất chiết khấu." Tuyên bố này đúng, sai hay không chắc chắn? Giải thích câu trả lời của bạn.
7. "Lãi suất quỹ liên bang không bao giờ được thấp hơn lãi suất trả cho dự trữ." Tuyên bố này đúng, sai hay không chắc chắn? Giải thích câu trả lời của bạn.
8. Tại sao trả lãi cho dự trữ là một công cụ quan trọng của Cục Dự trữ Liên bang trong việc quản lý các cuộc khủng hoảng?
9. Tại sao các thỏa thuận mua lại được sử dụng để thực hiện hầu hết các hoạt động chính sách tiền tệ ngắn hạn, thay vì đơn giản mua và bán đứt chứng khoán?
10. Hoạt động thị trường mở thường là các thỏa thuận mua lại. Điều này cho bạn biết gì về tương quan giữa khối lượng các hoạt động thị trường mở phòng thủ so với khối lượng các hoạt động thị trường mở năng động?
11. Sau cuộc khủng hoảng tài chính toàn cầu năm 2008, tài sản trên bảng cân đối của Cục Dự trữ Liên bang đã tăng đáng kể, từ khoảng 800 tỷ đô la vào cuối năm 2007 lên hơn 4 nghìn tỷ đô la hiện nay. Nhiều tài sản nắm giữ là chứng

khoán dài hạn có được thông qua các chương trình cho vay khác nhau được thiết lập do hậu quả của cuộc khủng hoảng. Trong tình huống này, làm thế nào để các repo đảo (giao dịch mua bán đối ứng) có thể giúp Fed giảm tài sản được nắm giữ một cách có trật tự, đồng thời giảm thiểu các vấn đề lạm phát tiềm ẩn trong tương lai?

12. "Các khoản vay chiết khấu không còn cần thiết vì sự hiện diện của FDIC loại bỏ khả năng hoảng loạn ngân hàng." Câu nói này đúng, sai hay không chắc chắn?
13. Nhược điểm của việc sử dụng các khoản vay cho các định chế tài chính để ngăn chặn hoảng loạn ngân hàng là gì?
14. "Xét rằng việc nâng yêu cầu dự trữ lên 100% giúp kiểm soát hoàn toàn nguồn cung tiền, Quốc hội nên ủy quyền cho Fed nâng yêu cầu dự trữ lên mức này." Bàn luận.
15. So sánh các phương pháp kiểm soát cung tiền — hoạt động thị trường mở, cho vay các định chế tài chính, và những thay đổi về yêu cầu dự trữ — trên cơ sở các tiêu chí sau: tính linh hoạt, khả năng hoàn trả, tính hiệu quả và tốc độ thực hiện.
16. Ưu điểm và nhược điểm của việc nới lỏng định lượng thay thế cho chính sách tiền tệ truyền thống khi lãi suất ngắn hạn ở mức giới hạn dưới bằng 0?
17. Tại sao thành phần bảng cân đối của Fed là một khía cạnh quan trọng tiềm tàng của chính sách tiền tệ trong thời kỳ khủng hoảng kinh tế?
18. Ưu điểm chính và nhược điểm chính của cam kết chính sách vô điều kiện là gì?
19. Ngân hàng trung ương nên sử dụng chiến lược "điều hướng kỳ hạn" trong điều kiện kinh tế nào? Dựa trên câu trả lời trước của bạn, chúng ta có thể dễ dàng đo lường tác động của một chiến lược như vậy không?
20. Các công cụ chính sách tiền tệ của Hệ thống Ngân hàng Trung ương Châu Âu so với các công cụ chính sách tiền tệ của Fed như thế nào? ECB có cơ sở cho vay chiết khấu không? ECB có trả cho các ngân hàng lãi suất tiền gửi của họ không?
21. Lý do chính của việc trả lãi suất âm cho các ngân hàng để giữ tiền gửi của họ tại các ngân hàng trung ương ở Thụy Điển, Thụy Sĩ và Nhật Bản là gì?

Điều gì có thể xảy ra với các nền kinh tế này nếu các ngân hàng quyết định cho vay dự trữ vượt mức của họ, nhưng không có cơ hội đầu tư tốt?

22. Đầu năm 2016 khi Ngân hàng Trung ương Nhật Bản bắt đầu đẩy lãi suất chính sách xuống âm, doanh số bán nhà ở Nhật Bản đã tăng mạnh. Tại sao lại như vậy, và nó có ý nghĩa gì đối với hiệu quả của chính sách lãi suất âm?

BÀI TẬP ÁP DỤNG

Tất cả các bài tập áp dụng đều có trong **MyLab Economics** *tại* www.pearson.com/mylab/economics.

23. Nếu xảy ra sự chuyển đổi từ tiền gửi sang tiền giấy, điều gì sẽ xảy ra với lãi suất quỹ liên bang? Sử dụng phân tích cung cầu của thị trường dự trữ để giải thích câu trả lời của bạn.
24. Tại sao việc giảm lãi suất chiết khấu thường không dẫn đến tăng dự trữ đi vay? Sử dụng phân tích cung cầu của thị trường về dự trữ để giải thích.
25. Sử dụng phân tích cung cầu của thị trường dự trữ, cho biết điều gì sẽ xảy ra với lãi suất quỹ liên bang, dự trữ đi vay và dự trữ không vay, giữ cho mọi thứ khác không đổi, trong các tình huống sau.

a. Nền kinh tế phát triển mạnh mẽ một cách đáng ngạc nhiên, kéo theo sự gia tăng số lượng tiền gửi giao dịch.

b. Các ngân hàng kỳ vọng lượng rút tiền từ tài khoản giao dịch sẽ tăng lớn bất thường trong tương lai.

c. Fed tăng lãi suất mục tiêu quỹ liên bang.

d. Fed tăng lãi suất đối với dự trữ cao hơn lãi suất quỹ liên bang cân bằng hiện tại.

e. Fed giảm yêu cầu dự trữ.

f. Fed giảm yêu cầu dự trữ và sau đó bù đắp hành động này bằng cách tiến hành bán chứng khoán trên thị trường mở.

BÀI TẬP PHÂN TÍCH DỮ LIỆU

Các bài tập được cập nhật bằng dữ liệu thời gian thực trong MyLab Economics và có thể dùng để thực hành hoặc để làm bài tập lớn.

1. Truy cập cơ sở dữ liệu FRED của Cục Dự trữ Liên bang St. Louis và tìm dữ liệu về các khoản dự trữ không vay (NONBOR- RES) và lãi suất quỹ liên bang (FEDFUNDS).
   a. Tính phần trăm thay đổi trong dự trữ không vay và phần trăm thay đổi trong lãi suất quỹ liên bang cho tháng có dữ liệu gần đây nhất và cho cùng tháng một năm trước đó.
   b. Câu trả lời của bạn cho phần (a) có phù hợp với những gì bạn mong đợi từ thị trường dự trữ không? Tại sao hoặc tại sao không?
2. Vào tháng 12 năm 2008, Fed chuyển từ mục tiêu quỹ liên bang điểm sang mục tiêu phạm vi (và có thể nó sẽ chuyển trở lại mục tiêu điểm trong tương lai). Truy cập cơ sở dữ liệu FRED của Cục Dự trữ Liên bang St. Louis và tìm dữ liệu về các mục tiêu / phạm vi quỹ liên bang (DFEDTAR, DFEDTARU, DFED-TARL) và lãi suất quỹ liên bang hiệu quả (DFF). Tải xuống bảng tính dữ liệu từ đầu năm 2006 thông qua dữ liệu mới nhất.
   a. Mục tiêu / phạm vi quỹ liên bang hiện tại là bao nhiêu và nó như thế nào so với lãi suất quỹ liên bang hiệu quả?
   b. Lần cuối cùng Fed trượt mục tiêu hoặc nằm ngoài phạm vi mục tiêu là khi nào? Họ đã chệch bao nhiêu?
   c. Đối với mỗi quan sát hàng ngày, hãy tính toán "độ lệch" bằng cách lấy giá trị tuyệt đối của sự khác biệt giữa lãi suất quỹ liên bang hiệu quả và mục tiêu (sử dụng hàm abs (.)). Đối với các khoảng thời gian mà lãi suất là một phạm vi, hãy tính giá trị tuyệt đối của "độ lệch" là số tiền mà lãi suất quỹ liên bang hiệu quả cao hơn hoặc thấp hơn phạm vi. Thời gian bỏ lỡ trung bình hàng ngày từ đầu năm 2006 đến cuối năm 2007 là bao nhiêu? Số lần bỏ lỡ trung bình hàng ngày từ đầu năm 2008 đến ngày 15 tháng 12 năm 2008 là bao nhiêu? Thời gian bỏ lỡ trung bình hàng ngày trong khoảng thời gian từ ngày 16 tháng 12 năm 2008 đến ngày hiện tại nhất là bao nhiêu? Kể từ năm 2006, lần bỏ lỡ hàng ngày lớn nhất là gì? Bình luận về khả năng của Fed trong việc kiểm soát lãi suất quỹ liên bang trong ba giai đoạn này.

BÀI TẬP WEB

1. Truy cập https://www.federalreserve.gov/monetary-policy/fomc.htm. Trang web này báo cáo hoạt động của FOMC. Nhấp vào "Meeting calendars and information" và nhấp vào tuyên bố được đưa ra sau cuộc họp FOMC gần đây nhất. Hãy tóm tắt câu nói này trong một đoạn văn. Hãy nhớ lưu ý những gì ủy ban đã quyết định làm đối với mục tiêu lãi suất quỹ liên bang. Bây giờ hãy xem lại các tuyên bố từ hai cuộc họp vừa qua. Lập trường của ủy ban có thay đổi không?
2. Truy cập https://www.federalreserve.gov/releases/h15/.

Lãi suất quỹ liên bang hiện tại là gì? Lãi suất chiết khấu Cục Dự trữ Liên bang hiện tại là bao nhiêu? (Xác định tỷ lệ này.) Lãi suất ngắn hạn tăng hay giảm kể từ cuối năm 2008?

TRANG WEB THAM KHẢO

https://www.federalreserve.gov/monetarypolicy/openmar-ket.htm

Lãi suất quỹ liên bang lịch sử và thảo luận về nghiệp vụ thị trường mở.

http://www.frbdiscountwindow.org/

Thông tin về hoạt động của cửa sổ chiết khấu và dữ liệu về lãi suất chiết khấu hiện tại và lịch sử.

http://www.federalreserve.gov/monetarypolicy/reservereq.htm

Dữ liệu lịch sử và các cuộc thảo luận về yêu cầu dự trữ.

http://www.federalreserve.gov/fomc

Thảo luận về Ủy ban Thị trường Mở Liên bang, danh sách các thành viên hiện tại, ngày họp và các thông tin hiện tại khác.

16 Thực thi Chính Sách Tiền tệ: Chiến lược và Chiến thuật

Giới thiệu

Việc có một chính sách tiền tệ đúng đắn là rất quan trọng đối với sức khỏe của nền kinh tế. Chính sách tiền tệ mở rộng quá mức dẫn đến lạm phát cao, làm giảm hiệu quả của nền kinh tế và cản trở tăng trưởng kinh tế. Chính sách tiền tệ quá chặt có thể gây ra suy thoái nghiêm trọng, làm sản lượng giảm và thất nghiệp tăng. Nó cũng có thể dẫn đến giảm phát, là sự giảm giá đã xảy ra ở Hoa Kỳ trong thời kỳ Đại suy thoái và gần đây là ở Nhật Bản. Như chúng ta đã thấy trong Chương 12, giảm phát có thể gây tổn hại đặc biệt cho nền kinh tế vì nó thúc đẩy sự bất ổn tài chính và có thể làm trầm trọng thêm các cuộc khủng hoảng tài chính.

Khi đã nắm được các công cụ mà các ngân hàng trung ương như Cục Dự trữ Liên bang sử dụng để tiến hành chính sách tiền tệ, giờ ta có thể nghiên cứu các ngân hàng trung ương nên thực thi chính sách tiền tệ như thế nào. Để tìm hiểu chủ đề này, chúng ta bắt đầu bằng cách phân tích các mục tiêu của chính sách tiền tệ và sau đó là một trong những chiến lược thực thi chính sách tiền tệ quan trọng nhất, lạm phát mục tiêu. Sau đó, chúng ta thảo luận về các chiến thuật–là sự lựa chọn và thiết lập công cụ chính sách tiền tệ.

Mục tiêu học tập

- Định nghĩa và hiểu tầm quan trọng của một điểm neo danh nghĩa.
- Xác định sáu mục tiêu tiềm năng mà các nhà hoạch định chính sách tiền tệ có thể theo đuổi.
- Tóm tắt sự khác biệt giữa nhiệm vụ thứ bậc và nhiệm vụ kép.
- So sánh và làm rõ sự khác biệt giữa ưu điểm và nhược điểm của lạm phát mục tiêu.
- Xác định những thay đổi chính theo thời gian trong chiến lược chính sách tiền tệ của Cục Dự trữ Liên bang.
- Liệt kê bốn bài học kinh nghiệm từ cuộc khủng hoảng tài chính toàn cầu và thảo luận ý nghĩa của chúng đối với lạm phát mục tiêu.
- Tóm tắt các lập luận ủng hộ và chống lại các phản ứng chính sách của ngân hàng trung ương trước bong bóng giá tài sản.
- Mô tả và đánh giá bốn tiêu chí để lựa chọn một công cụ chính sách.
- Giải thích và đánh giá sự thành công trong vai trò công cụ chính sách lý thuyết của quy tắc Taylor khi thiết lập lãi suất quỹ liên bang.

MỤC TIÊU ỔN ĐỊNH GIÁ VÀ ĐIỂM NEO DANH NGHĨA

Trong vài thập kỷ qua, các nhà hoạch định chính sách trên khắp thế giới ngày càng nhận thức được chi phí kinh tế và xã hội của lạm phát, và quan tâm hơn đến việc duy trì mức giá ổn định như là mục tiêu của chính sách kinh tế. **Sự ổn định giá cả**, được các ngân hàng trung ương định nghĩa là lạm phát thấp và ổn định, ngày càng được xem là mục tiêu quan trọng nhất của chính sách tiền tệ. Ta cần ổn định giá bởi vì mức giá tăng (lạm phát) tạo ra sự bất định trong nền kinh tế và sự bất định đó có thể cản trở tăng trưởng kinh tế. Ví dụ, khi mức giá chung thay đổi, thông tin được chứa đựng trong giá cả hàng hóa và dịch vụ khó diễn giải hơn, điều này làm phức tạp thêm việc ra quyết định cho người tiêu dùng, doanh nghiệp và chính phủ, do đó dẫn đến hệ thống tài chính kém hiệu quả hơn

Không chỉ các cuộc điều tra dư luận cho thấy công chúng không ưa lạm phát, mà ngày càng có nhiều bằng chứng cho thấy lạm phát làm tăng trưởng kinh tế thấp hơn. Ví dụ tiêu cực nhất về giá cả không ổn định là *siêu lạm phát*, chẳng hạn như đã xảy ra ở Argentina, Brazil, Nga và Zimbabwe trong quá khứ. Siêu lạm phát đã được chứng minh là rất có hại cho hoạt động của một nền kinh tế.

Lạm phát cũng gây khó khăn cho việc lập kế hoạch cho tương lai. Ví dụ, quyết định dành bao nhiêu để chuẩn bị cho trẻ con đến khi học đại học trong một môi trường lạm phát sẽ khó khăn hơn. Hơn nữa, lạm phát có thể làm căng thẳng cơ cấu xã hội của một quốc gia: Xung đột có thể xảy ra, bởi vì mỗi nhóm thành viên xã hội có thể cạnh tranh với các nhóm khác để đảm bảo rằng thu nhập của mình theo kịp mức tăng của giá.

Vai trò của một điểm neo danh nghĩa

Bởi vì sự ổn định giá cả rất quan trọng đối với sức khỏe lâu dài của một nền kinh tế, yếu tố thành công trung tâm của chính sách tiền tệ là việc sử dụng một **điểm neo danh nghĩa** — là một biến danh nghĩa ràng buộc mức giá, chẳng hạn như tỷ lệ lạm phát hoặc cung tiền, để đạt được sự ổn định về giá. Việc tuân thủ một điểm neo danh nghĩa nhằm giữ biến danh nghĩa trong phạm vi hẹp sẽ thúc đẩy sự ổn định giá cả bằng cách trực tiếp thúc đẩy kỳ vọng lạm phát thấp và ổn định. Một lý do tinh tế hơn để thấy điểm neo danh nghĩa rất quan trọng là nó có thể hạn chế **vấn đề tiền hậu bất nhất**, khi chính sách tiền tệ được thực hiện tùy nghi, hàng ngày dẫn đến kết quả dài hạn yếu kém.

Vấn đề tiền hậu bất nhất

Vấn đề tiền hậu bất nhất là điều mà chúng ta thường xuyên phải đối mặt trong cuộc sống hàng ngày. Bạn thường có một kế hoạch và biết rằng nó sẽ tạo ra một kết quả tốt về lâu dài, nhưng khi ngày mai đến, bạn không thể giữ quyết tâm và từ bỏ kế hoạch của mình vì làm như vậy có lợi trong ngắn hạn. Ví dụ: bạn quyết định năm mới sẽ ăn kiêng, nhưng ngay sau đó bạn không thể cưỡng lại việc ăn thêm một chút kem *Rocky Road*—rồi lại một miếng nữa, rồi lại một miếng nữa—và con số trên cân bắt đầu tăng trở lại. Nói cách khác, chúng ta thấy mình không thể luôn tuân thủ *kiên trì* một kế hoạch tốt; kế hoạch đó bị gọi là *tiền hậu bất nhất* và sẽ sớm bị bỏ rơi.

Các nhà hoạch định chính sách tiền tệ cũng phải đối mặt với vấn đề tiền hậu bất nhất. Họ luôn bị cám dỗ trong việc theo đuổi một chính sách tiền tệ tùy nghi có tính mở rộng hơn so với những gì dân chúng hoặc doanh nghiệp kỳ vọng bởi vì một chính sách như vậy sẽ thúc đẩy sản lượng (hoặc giảm tỷ lệ thất nghiệp) trong ngắn hạn. Tuy nhiên, chính sách tốt nhất lại là không theo đuổi mở rộng, bởi vì các quyết định về tiền lương và giá cả phản ánh kỳ vọng của người lao động và doanh nghiệp về chính sách; khi thấy một ngân hàng trung ương theo đuổi chính sách mở rộng, người lao động và doanh nghiệp sẽ nâng cao kỳ vọng của họ về lạm phát, khiến tiền lương và giá cả tăng lên. Việc tăng lương và giá cả sẽ dẫn đến lạm phát cao hơn nhưng sẽ không dẫn đến sản lượng trung bình cao hơn. (Chúng ta sẽ phân tích vấn đề này cụ thể hơn trong Chương 24.)

Một ngân hàng trung ương sẽ có thể kiểm soát lạm phát tốt hơn trong dài hạn nếu họ không tìm cách gây bất ngờ cho mọi người bằng một chính sách mở rộng ngoài kỳ vọng, mà thay vào đó là giữ lạm phát trong tầm kiểm soát. Tuy nhiên, ngay cả khi một ngân hàng trung ương biết rằng chính sách tùy nghi sẽ dẫn đến một kết quả không tốt (lạm phát cao mà sản lượng không tăng), thì dưới áp lực của các chính trị gia ngân hàng trung ương vẫn có thể phải từ bỏ một chính sách kiểm soát tốt lạm phát và cố gắng thúc đẩy sản lượng bằng chính sách tiền tệ mở rộng quá mức.

Một gợi ý để giải quyết vấn đề tiền hậu bất nhất đến từ các cuốn sách về nuôi dạy con cái. Cha mẹ biết rằng việc nhượng bộ con cái để nó thôi không gào toáng lên sẽ tạo ra một đứa trẻ rất hư hỏng. Tuy nhiên, khi một đứa trẻ nổi cơn tam bành, nhiều bậc cha mẹ cho con những gì chúng muốn chỉ để con im lặng. Bởi vì cha mẹ không tuân theo kế hoạch "không nhượng bộ" của họ, đứa trẻ hy vọng rằng nó sẽ có được những gì mình muốn nếu nó hư, vì vậy nó tiếp tục nổi cơn tam bành, hết lần này đến lần khác. Sách dạy làm cha mẹ

gợi ý một giải pháp cho vấn đề tiền hậu bất nhất (mặc dù họ không gọi như vậy): Cha mẹ nên đặt ra các quy tắc hành vi cho con cái và tuân thủ chúng.

Một điểm neo danh nghĩa giống như một quy tắc hành vi. Cũng giống như các quy tắc có thể giúp ngăn ngừa vấn đề tiền hậu bất nhất trong việc nuôi dạy con cái bằng cách giúp người lớn không thực thi chính sách nhượng bộ tùy nghi, một điểm neo danh nghĩa có thể giúp ngăn ngừa vấn đề tiền hậu bất nhất trong chính sách tiền tệ bằng cách đưa ra một ràng buộc dự kiến đối với chính sách tùy nghi.

CÁC MỤC TIÊU KHÁC CỦA CHÍNH SÁCH TIỀN TỆ

Mặc dù ổn định giá cả là mục tiêu chính của hầu hết các ngân hàng trung ương, nhưng các quan chức ngân hàng trung ương vẫn liên tục đề cập năm mục tiêu khác khi họ thảo luận về các mục tiêu của chính sách tiền tệ: (1) ổn định sản lượng và tạo việc làm, (2) tăng trưởng kinh tế, (3) ổn định thị trường tài chính, (4) ổn định lãi suất, và (5) ổn định thị trường ngoại hối.

Tạo việc làm và ổn định đầu ra

Tạo việc làm xứng đáng là một mục tiêu vì hai lý do chính: (1) tỷ lệ thất nghiệp cao gây ra nhiều đau khổ cho con người; và (2) khi tỷ lệ thất nghiệp cao, nền kinh tế xuất hiện cả lao động nhàn rỗi và tài nguyên nhàn rỗi (nhà máy đóng cửa và thiết bị không sử dụng), dẫn đến giảm sản lượng (GDP thấp hơn).

Mặc dù rõ ràng rằng lượng việc làm cao là điều tốt, nhưng nó phải cao đến mức nào? Tại thời điểm nào chúng ta có thể nói rằng nền kinh tế đang ở mức toàn dụng? Thoạt nhìn, có vẻ như toàn dụng lao động là khi không ai bị mất việc - nghĩa là khi tỷ lệ thất nghiệp bằng không. Nhưng định nghĩa này đã bỏ qua thực tế rằng có một lượng thất nghiệp, được gọi là *thất nghiệp tạm thời*, là việc người lao động và doanh nghiệp tìm kiếm các đối tác phù hợp, có lợi cho nền kinh tế. Ví dụ, một người lao động quyết định tìm kiếm một công việc tốt hơn có thể bị thất nghiệp một thời gian trong quá trình tìm việc. Người lao động thường quyết định nghỉ việc tạm thời để theo đuổi các hoạt động khác (nuôi gia đình, đi du lịch, trở lại trường học), và khi họ quyết định tham gia lại thị trường việc làm, có thể mất một thời gian để họ tìm được công việc phù hợp.

Một lý do khác khiến tỷ lệ thất nghiệp không phải bằng 0 khi nền kinh tế ở mức toàn dụng là *thất nghiệp cơ cấu*, sự không phù hợp giữa yêu cầu công việc và kỹ năng hoặc khả năng sẵn có của lao động địa phương. Rõ ràng, loại thất nghiệp này không có gì hay. Tuy nhiên, đó là thứ mà chính sách tiền tệ không can thiệp được.

Mục tiêu về việc làm không phải là mức thất nghiệp bằng 0 mà là mức lớn hơn 0 phù hợp với mức toàn dụng, tại đó cầu lao động bằng với cung lao động. Mức này được gọi là **tỷ lệ thất nghiệp tự nhiên**.

Mặc dù định nghĩa này nghe có vẻ gọn gàng và đáng tin cậy, nhưng vẫn còn một câu hỏi rắc rối chưa có câu trả lời: Tỷ lệ thất nghiệp bao nhiêu thì phù hợp với mức toàn dụng? Trong một số trường hợp, tỷ lệ thất nghiệp là quá cao. Ví dụ, tỷ lệ thất nghiệp vượt quá 20% trong thời kỳ Đại suy thoái, rõ ràng là quá cao. Mặt khác, vào đầu những năm 1960, các nhà hoạch định chính sách cho rằng mục tiêu hợp lý cho tỷ lệ thất nghiệp là 4%, một mức có lẽ là quá thấp, vì nó khiến lạm phát tăng nhanh. Các ước tính hiện tại về tỷ lệ thất nghiệp tự nhiên nằm trong khoảng từ 4% đến 5%, nhưng ngay cả ước tính này vẫn còn nhiều bất định và bất đồng. Ví dụ như một chính sách thích hợp của chính phủ, như cung cấp đầy đủ thông tin về các vị trí việc làm hoặc các chương trình đào tạo việc làm, sẽ hoàn toàn có thể làm giảm tỷ lệ thất nghiệp tự nhiên.

Mục tiêu tạo việc làm có thể được nhìn từ một góc khác. Bởi vì mức độ thất nghiệp gắn liền với một mức độ hoạt động kinh tế trong nền kinh tế, một mức sản lượng cụ thể được tạo ra từ tỷ lệ thất nghiệp tự nhiên, có thể được gọi một cách tự nhiên là tỷ lệ **sản lượng tự nhiên** nhưng lại thường được gọi là **sản lượng tiềm năng**.

Do đó, việc cố gắng đạt được mục tiêu về tạo việc làm có nghĩa là các ngân hàng trung ương cần cố gắng đưa sản lượng tới mức tỷ lệ sản lượng tự nhiên. Nói cách khác, họ nên cố gắng ổn định mức sản lượng xung quanh tỷ lệ tự nhiên của nó.

Tăng trưởng kinh tế

Mục tiêu tăng trưởng kinh tế ổn định liên quan chặt chẽ đến mục tiêu có nhiều việc làm vì các doanh nghiệp nhiều khả năng sẽ đầu tư vào thiết bị vốn để tăng năng suất và tăng trưởng kinh tế khi tỷ lệ thất nghiệp thấp. Ngược lại, nếu tỷ lệ thất nghiệp cao và các nhà máy nhàn rỗi, thì doanh nghiệp không chi tiền để đầu tư thêm vào nhà máy và thiết bị. Mặc dù hai mục tiêu có liên quan chặt chẽ với nhau, các chính sách có thể hướng cụ thể tới việc thúc đẩy tăng trưởng kinh tế hoặc bằng cách trực tiếp khuyến khích các doanh nghiệp đầu tư hoặc khuyến khích người dân tiết kiệm, nhằm cung cấp nhiều quỹ hơn cho các doanh nghiệp đầu tư. Trên thực tế, cách tiếp cận này là mục đích của các chính sách *kinh tế trọng cung*, muốn thúc đẩy tăng trưởng kinh tế bằng cách cung cấp các ưu đãi về thuế cho các doanh nghiệp đầu tư vào cơ sở vật chất và thiết bị và để người nộp thuế tiết kiệm nhiều hơn. Người ta vẫn tiếp tục tranh luận mạnh mẽ về vai trò của chính sách tiền tệ trong việc thúc đẩy tăng trưởng.

Sự ổn định của thị trường tài chính

Như phân tích trong Chương 12 đã cho thấy, khủng hoảng tài chính có thể cản trở khả năng chuyển quỹ của thị trường tài chính đến những người có cơ hội đầu tư hiệu quả và có thể dẫn đến việc hoạt động kinh tế suy giảm mạnh. Do đó, việc thúc đẩy một hệ thống tài chính ổn định hơn, tránh được các cuộc khủng hoảng tài chính, là một mục tiêu quan trọng đối với ngân hàng trung ương. Như chúng ta đã thấy trong Chương 13, Hệ thống Dự trữ Liên bang ra đời để thúc đẩy sự ổn định tài chính trong bối cảnh khủng hoảng ngân hàng năm 1907.

Ổn định lãi suất

Ổn định lãi suất cũng quan trọng bởi vì sự biến động của lãi suất có thể tạo ra sự bất định trong nền kinh tế và khiến việc lập kế hoạch cho tương lai trở nên khó khăn hơn. Ví dụ, sự biến động của lãi suất ảnh hưởng đến mức độ sẵn sàng mua nhà của người tiêu dùng, khiến người tiêu dùng khó quyết định thời điểm mua nhà hơn và các công ty xây dựng khó lên kế hoạch xây bao nhiêu ngôi nhà. Có thể ngân hàng trung ương cũng muốn hạn chế biến động tăng của lãi suất vì những lý do mà chúng ta đã thảo luận trong Chương 13: Diễn biến tăng của lãi suất tạo ra sự thù địch đối với các ngân hàng trung ương và tạo ra đòi hỏi cắt giảm quyền lực của họ.

Sự ổn định của thị trường tài chính cũng được thúc đẩy bởi sự ổn định của lãi suất, bởi vì sự biến động của lãi suất tạo ra sự bất định với các định chế tài chính. Lãi suất tăng gây ra tổn thất vốn lớn đối với trái phiếu dài hạn và các khoản vay thế chấp, có thể khiến các định chế tài chính nắm giữ chúng phá sản. Trong những năm gần đây, sự biến động rõ rệt hơn của lãi suất là một vấn đề đặc biệt nghiêm trọng đối với các định chế S&L và các ngân hàng tiết kiệm tương hỗ, nhiều định chế đã gặp rắc rối tài chính nghiêm trọng trong những năm 1980 và đầu những năm 1990.

Sự ổn định trên thị trường ngoại hối

Với tầm quan trọng ngày càng tăng của thương mại quốc tế đối với nền kinh tế Hoa Kỳ, giá trị của đồng đô la so với các đồng tiền khác đã trở thành một mối quan tâm lớn của Fed. Sự gia tăng giá trị của đồng đô la làm cho các ngành công nghiệp của Mỹ trở nên kém cạnh tranh hơn với các ngành công nghiệp ở nước ngoài và sự sụt giảm giá trị của đồng đô la sẽ kích thích lạm phát ở Hoa Kỳ. Ngoài ra, việc ngăn chặn những thay đổi lớn về giá trị của đồng đô la giúp các công ty và cá nhân mua hoặc bán hàng hóa ở nước ngoài dễ dàng lên kế hoạch trước. Do đó, ổn định các biến động cực đoan của giá trị đồng đô la trên thị trường ngoại hối là một mục tiêu quan trọng của chính sách tiền tệ. Ở các quốc gia còn phụ thuộc nhiều vào ngoại thương, sự ổn định trên thị trường ngoại hối lại càng quan trọng lớn.

ỔN ĐỊNH GIÁ CẢ CÓ NÊN LÀ MỤC TIÊU HÀNG ĐẦU CỦA CHÍNH SÁCH TIỀN TỆ?

Về lâu dài, không có sự mâu thuẫn nào giữa mục tiêu ổn định giá cả và các mục tiêu khác đã đề cập trước đó. Lạm phát cao không làm giảm tỷ lệ thất nghiệp tự nhiên, do đó trong thời gian dài lạm phát cao hơn không thể tạo ra tỷ lệ thất nghiệp thấp hơn hoặc nhiều việc làm hơn. Nói cách khác, không có sự đánh đổi lâu dài giữa lạm phát và việc làm. Về lâu dài, ổn định giá cả thúc đẩy tăng trưởng kinh tế cũng như ổn định tài chính và lãi suất. Mặc dù ổn định giá cả về lâu dài phù hợp với các mục tiêu khác, nhưng trong ngắn hạn ổn định giá cả thường mâu thuẫn với các mục tiêu ổn định sản lượng và ổn định lãi suất. Ví dụ, khi nền kinh tế đang mở rộng và tỷ lệ thất nghiệp giảm, nền kinh tế có thể trở nên quá nóng, dẫn đến tăng lạm phát. Để theo đuổi mục tiêu ổn định giá cả, một ngân hàng trung ương sẽ ngăn chặn tình trạng quá nóng này bằng cách tăng lãi suất, một hành động sẽ khiến sản lượng giảm và làm tăng bất ổn lãi suất vào lúc đầu. Ngân hàng trung ương nên giải quyết mâu thuẫn giữa các mục tiêu như thế nào?

Nhiệm vụ kép và nhiệm vụ thứ bậc

Bởi vì mục tiêu ổn định giá cả rất quan trọng đối với sức khỏe lâu dài của nền kinh tế, nhiều quốc gia đã xác định ổn định giá cả phải là mục tiêu hàng đầu và lâu dài của các ngân hàng trung ương. Ví dụ, Hiệp ước Maastricht thành lập Ngân hàng Trung ương Châu Âu, nêu rõ, "Mục tiêu chính của Hệ thống Ngân hàng Trung ương Châu Âu [ESCB - European System of Central Banks] sẽ là duy trì sự ổn định giá cả. Sau khi đạt được mục tiêu ổn định giá cả, ESCB sẽ hỗ trợ các chính sách kinh tế chung trong Cộng đồng, bao gồm các mục tiêu như "mức độ tạo việc làm" và "tăng trưởng bền vững và không lạm phát". Các chỉ thị nhiệm vụ theo kiểu này, đặt mục tiêu ổn định giá cả lên hàng đầu và sau đó nêu rõ rằng có thể theo đuổi các mục tiêu khác miễn là đạt được sự ổn định giá cả, được gọi là **nhiệm vụ thứ bậc**. Các ngân hàng trung ương như Ngân hàng Anh, Ngân hàng Canada và Ngân hàng Dự trữ New Zealand, cũng như Ngân hàng Trung ương Châu Âu nhận được kiểu chỉ thị mục tiêu này.

Ngược lại, đạo luật xác định nhiệm vụ của Cục Dự trữ Liên bang quy định: "Hội đồng Thống đốc của Hệ thống Dự trữ Liên bang và Ủy ban Thị trường Mở Liên bang sẽ duy trì sự tăng trưởng dài hạn của tổng tiền tệ và tín dụng tương xứng với tiềm năng dài hạn tăng sản lượng của nền kinh tế, nhằm thúc đẩy hiệu quả các mục tiêu việc làm tối đa, giá cả ổn định và lãi suất dài hạn vừa phải." Bởi vì, như chúng ta đã tìm hiểu trong Chương 5, lãi suất

dài hạn sẽ rất cao nếu lạm phát cao, tuyên bố này trên thực tế là **nhiệm vụ kép** để đạt được hai mục tiêu chung: ổn định giá cả và việc làm tối đa (ổn định sản lượng).

Một nền kinh tế vận hành theo chỉ thị nhiệm vụ thứ bậc hay nhiệm vụ kép sẽ tốt hơn?

Ổn định giá là mục tiêu cơ bản, dài hạn của chính sách tiền tệ

Bởi vì không có mâu thuẫn giữa việc đạt được ổn định về giá cả trong dài hạn và tỷ lệ thất nghiệp tự nhiên, nên hai loại nhiệm vụ này không khác nhau lắm *nếu việc làm tối đa được định nghĩa là tỷ lệ việc làm tự nhiên*. Tuy nhiên, trên thực tế, sự khác biệt đáng kể giữa hai nhiệm vụ này có thể tồn tại bởi công chúng và các chính trị gia có thể tin rằng nhiệm vụ thứ bậc đặt quá nhiều ưu tiên vào việc kiểm soát lạm phát và không đủ cho ổn định sản lượng.

Bởi vì tỷ lệ lạm phát thấp và ổn định thúc đẩy tăng trưởng kinh tế, các ngân hàng trung ương nhận thấy rằng ổn định giá cả phải là mục tiêu chính và dài hạn của chính sách tiền tệ. Tuy nhiên, vì biến động sản lượng cũng là một mối quan tâm của chính sách tiền tệ, mục tiêu ổn định giá cả chỉ nên được coi là chủ yếu trong dài hạn. Nỗ lực để kiểm giữ lạm phát ở mức cố định trong ngắn hạn, bất kể điều gì đang xảy ra trong nền kinh tế, đều có khả năng dẫn đến biến động sản lượng quá mức.

Chỉ cần ổn định giá cả là mục tiêu dài hạn chứ không phải ngắn hạn, các ngân hàng trung ương có thể tập trung vào việc giảm biến động sản lượng bằng cách cho phép lạm phát đi chệch mục tiêu dài hạn trong thời gian ngắn và do đó, có thể hoạt động theo nhiệm vụ kép. Tuy nhiên, nếu nhiệm vụ kép khiến ngân hàng trung ương theo đuổi các chính sách mở rộng ngắn hạn nhằm tăng sản lượng và việc làm mà không lo lắng về hậu quả lâu dài đối với lạm phát, vấn đề tiền hậu bất nhất có thể tái diễn. Lý do chính khiến các ngân hàng trung ương thường ưa thích các nhiệm vụ thứ bậc ưu tiên theo đuổi sự ổn định giá cả hơn, là sự lo ngại rằng nhiệm vụ kép có thể dẫn đến chính sách mở rộng quá mức. Các nhiệm vụ thứ bậc cũng có thể là vấn đề nếu chúng khiến một ngân hàng trung ương hoạt động như những gì mà cựu Thống đốc Ngân hàng Anh, Mervyn King, gọi là "ngộ lạm phát" - tức là một ngân hàng trung ương chỉ tập trung vào kiểm soát lạm phát, ngay cả trong ngắn hạn, và do đó thực thi các chính sách dẫn đến biến động sản lượng lớn. Cuối cùng thì việc quyết định loại nhiệm vụ nào tốt hơn cho ngân hàng trung ương phụ thuộc vào mức độ tinh vi của cách thức vận hành nhiệm vụ này trong thực tế. Cả hai loại nhiệm vụ đều ổn miễn là nó có thể làm cho ổn định giá trở thành mục tiêu chính trong dài hạn, không phải trong ngắn hạn.

LẠM PHÁT MỤC TIÊU

Việc xác nhận rằng ổn định giá cả phải là mục tiêu dài hạn chính của chính sách tiền tệ và một điểm neo danh nghĩa là một công cụ hữu hiệu giúp đạt được mục tiêu này đã dẫn đến một chiến lược chính sách tiền tệ được gọi là (định vị) *lạm phát mục tiêu**. **Lạm phát mục tiêu** bao gồm một số yếu tố: (1) công bố công khai các mục tiêu (mục đích) bằng số trung hạn về lạm phát; (2) cam kết thể chế đối với việc xác định ổn định giá cả là mục tiêu chính, dài hạn của chính sách tiền tệ và cam kết đạt được mục tiêu lạm phát; (3) cách tiếp cận hàm chứa thông tin, sử dụng nhiều biến số (không chỉ tổng lượng tiền) để đưa ra quyết định về chính sách tiền tệ; (4) tăng cường tính minh bạch của chiến lược chính sách tiền tệ thông qua truyền thông tới công chúng và thị trường về các kế hoạch và mục tiêu của các nhà hoạch định chính sách tiền tệ; và (5) tăng cường trách nhiệm giải trình của ngân hàng trung ương trong việc đạt được các mục tiêu lạm phát. New Zealand là quốc

* Chúng ta thực sự nên hiểu mục tiêu trong lạm phát mục tiêu là định vị mục tiêu (*target*) thì đúng hơn. Phần sau của chương sẽ nhắc tới mục tiêu (*objective*) lạm phát, và dù cùng dịch là mục tiêu lạm phát nhưng *inflation target* và *inflation objective* có khác nhau, nếu ngân hàng trung ương định vị lạm phát mục tiêu thì hành động này có tính chủ động và cam kết, còn đưa ra mục tiêu lạm phát thì sẽ ở mức nhẹ hơn.

gia đầu tiên chính thức áp dụng lạm phát mục tiêu vào năm 1990, tiếp theo là Canada vào năm 1991, Vương quốc Anh vào năm 1992, Thụy Điển và Phần Lan vào năm 1993, và Úc và Tây Ban Nha vào năm 1994. Israel, Chile và Brazil, cùng với các quốc gia khác, cũng đã áp dụng một hình thức lạm phát mục tiêu nào đó.[1]

Lạm phát mục tiêu ở New Zealand, Canada và Vương quốc Anh

Chúng ta bắt đầu với việc tìm hiểu lạm phát mục tiêu tại New Zealand, vì đây là quốc gia đầu tiên áp dụng chiến lược này. Sau đó, chúng ta tiếp tục nghiên cứu lạm phát mục tiêu ở Canada và Vương quốc Anh, là những quốc gia áp dụng tiếp theo.

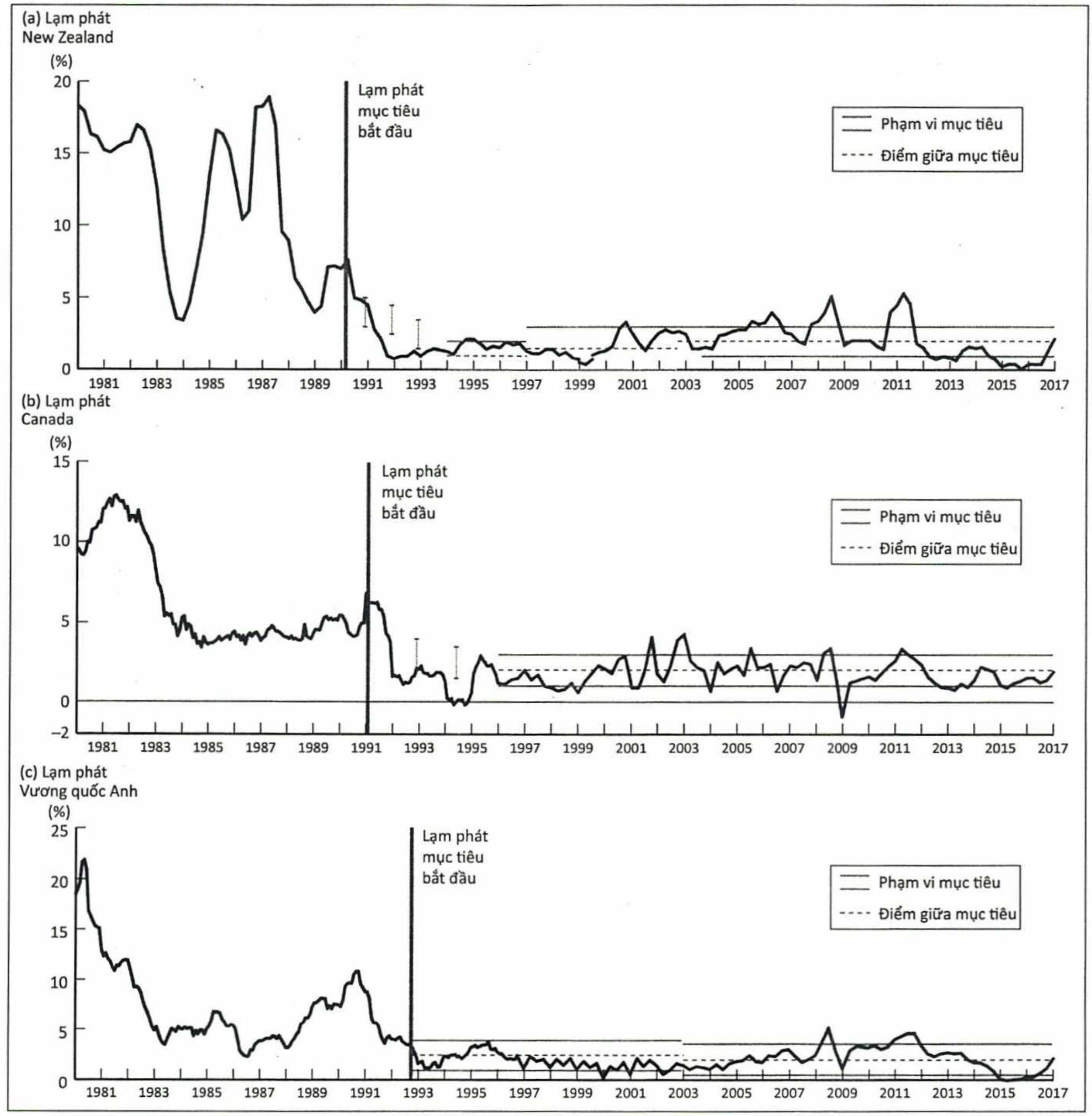
New Zealand Là một phần của cuộc cải tổ vai trò của chính phủ trong nền kinh tế nói chung, quốc hội New Zealand đã thông qua Đạo luật Ngân hàng Dự trữ New Zealand mới vào năm 1989, có hiệu lực vào ngày 1 tháng 2 năm 1990. Ngoài việc tăng cường tính độc lập của ngân hàng trung ương, chuyển đổi nó từ một trong những ngân hàng trung ương kém độc lập nhất trong số các nước phát triển thành một trong những ngân hàng độc lập nhất, đạo luật này đã cam kết một mục tiêu duy nhất mà Ngân hàng Dự trữ thực hiện là ổn định giá cả. Nó quy định rằng Bộ trưởng Bộ Tài chính và Thống đốc Ngân hàng Dự trữ phải đàm phán và công bố Thỏa thuận Mục tiêu Chính sách, là thỏa thuận ấn định các mục tiêu để đánh giá việc thực hiện chính sách tiền tệ, trong đó xác định các phạm vi mục tiêu bằng số cho lạm phát và thời điểm mà chúng cần phải đạt tới. Một đặc điểm riêng của luật pháp New Zealand là thống đốc của Ngân hàng Dự trữ phải chịu trách nhiệm cao về sự thành công của chính sách tiền tệ. Nếu các mục tiêu đặt ra trong Thỏa thuận Mục tiêu Chính sách không đạt được, thống đốc sẽ bị sa thải.

Thỏa thuận Mục tiêu Chính sách đầu tiên do Bộ trưởng Bộ Tài chính và Thống đốc Ngân hàng Dự trữ ký vào ngày 2 tháng 3 năm 1990 đã chỉ đạo Ngân hàng Dự trữ phải đạt được tỷ lệ lạm phát hàng năm trong phạm vi 3%–5%. Các thỏa thuận tiếp theo đã giảm phạm vi này xuống 0%–2%, đến cuối năm 1996 phạm vi được thay đổi thành 0%–3%. Vào năm 2002, phạm vi đã được thay đổi một lần nữa, thành 1%–3%. Chính sách tiền tệ chặt chẽ đã đưa tỷ lệ lạm phát giảm từ trên 5% xuống dưới 2% vào cuối năm 1992 (xem Hình 1, bảng (a)), nhưng phải trả giá bằng suy thoái sâu và tỷ lệ thất nghiệp tăng mạnh. Kể từ đó, lạm phát thường vẫn nằm trong phạm vi mục tiêu. Kể từ năm 1992, tốc độ tăng trưởng của New Zealand nói chung là cao, và tỷ lệ thất nghiệp đã giảm đáng kể.

Canada Ngày 26 tháng 2 năm 1991, một thông báo chung của Bộ trưởng Bộ Tài chính và Thống đốc Ngân hàng Canada đã thiết lập các mục tiêu lạm phát chính thức. Phạm vi mục tiêu là 2% –4% vào cuối năm 1992, 1,5% –3,5% vào tháng 6 năm 1994 và 1% –3% vào tháng 12 năm 1996. Sau khi chính phủ mới nhậm chức vào cuối năm 1993, phạm vi mục tiêu được ấn định ở mức 1% –3% cho tháng 12 năm 1995 cho đến tháng 12 năm 1998 và được giữ ở mức này. Lạm phát của Canada cũng đã giảm đáng kể kể từ khi áp dụng các mục tiêu lạm phát, từ trên 5% vào năm 1991, xuống 0% vào năm 1995, và sau đó là khoảng 2% (xem Hình 1, bảng (b)). Tuy nhiên, cũng như trường hợp của New Zealand, sự giảm xuống này không phải là miễn phí: Tỷ lệ thất nghiệp tăng vọt lên trên 10% từ năm 1991 đến năm 1994, nhưng sau đó đã giảm đáng kể.

[1] Tiền thân của chiến lược lạm phát mục tiêu là mục tiêu tiền tệ. Chiến lược này được thảo luận trong Phụ lục 1 của chương này, "Mục tiêu tiền tệ", có tại www.pearson.com/mylab/economics.

MyLab Economics Dữ liệu thời gian thực



HÌNH 1 Tỷ lệ lạm phát và Mục tiêu lạm phát của New Zealand, Canada và Vương quốc Anh, 1980–2017

Các nước sử dụng lạm phát mục tiêu đã giảm đáng kể tỷ lệ lạm phát và theo thời gian đã đạt được mục tiêu lạm phát của mình.

Nguồn: Ben S. Bernanke, Thomas Laubach, Frederic S. Mishkin, and Adam S. Poson, *Inflation Targeting: Lessons from the International Experience* (Princeton: Princeton University Press, 1999); và cơ sở dữ liệu của Ngân hàng Dự trữ Liên bang St. Louis FRED: https://fred.stlouisfed.org/series/NZLCPIALLQINMEI; https://fred.stlouisfed.org/series/CPALCY01CAA661N; https://fred.stlouisfed.org/series/GBRCPIALLMINMEI.

Vương quốc Anh Vào tháng 10 năm 1992, Vương quốc Anh đã chọn mục tiêu lạm phát làm điểm neo danh nghĩa và Ngân hàng Trung ương Anh bắt đầu đưa ra *Báo cáo Lạm phát*, một báo cáo hàng quý về tiến độ đạt được mục tiêu. Phạm vi lạm phát mục tiêu ban đầu được ấn định ở mức 1%–4% cho đến cuộc bầu cử tiếp theo (chậm nhất là vào mùa xuân năm 1997), với mục đích tỷ lệ lạm phát sẽ giảm xuống nửa dưới của phạm vi (dưới 2,5%). Vào tháng 5 năm 1997, mục tiêu lạm phát được đặt ra ở mức 2,5% và Ngân hàng Trung ương Anh được trao quyền ấn định lãi suất từ đó trở đi, cho phép ngân hàng này đóng một vai trò độc lập hơn trong chính sách tiền tệ.

Trước khi áp dụng mục tiêu lạm phát, lạm phát đã giảm ở Vương quốc Anh, với mức cao nhất là 9% vào đầu năm 1991 và 4% tại thời điểm áp dụng (xem Hình 1, bảng (c)). Đến quý 3 năm 1994, ở mức 2,2%, trong phạm vi dự kiến. Sau đó, lạm phát tăng lên, tăng nhẹ trên mức 2,5% vào cuối năm 1995, nhưng sau đó giảm xuống và vẫn ở gần mục tiêu kể từ đó. Vào tháng 12 năm 2003, mục tiêu đã được thay đổi thành 2,0% vì sử dụng phép đo lạm phát hơi khác. Trong khi đó, tăng trưởng của nền kinh tế Anh nhìn chung vẫn mạnh mẽ và tỷ lệ thất nghiệp đã giảm mạnh kể từ khi áp dụng mục tiêu lạm phát vào năm 1992.[2]

Ưu điểm của lạm phát mục tiêu

Lạm phát mục tiêu có một số lợi ích: giảm vấn đề tiền hậu bất nhất, tăng tính minh bạch, tăng trách nhiệm giải trình, nhất quán với các nguyên tắc dân chủ và cải thiện hiệu suất.

Giảm vấn đề tiền hậu bất nhất Bởi vì con số rõ ràng của mục tiêu lạm phát làm tăng trách nhiệm giải trình của ngân hàng trung ương, lạm phát mục tiêu có thể hạn chế ngân hàng trung ương rơi vào bẫy tiền hậu bất nhất khi cố gắng mở rộng sản lượng và việc làm trong ngắn hạn bằng chính sách tiền tệ mở rộng quá mức. Lợi thế chính của lạm phát mục tiêu là nó có thể giúp tập trung các tranh luận chính trị về những gì một ngân hàng trung ương có thể làm trong dài hạn — nghĩa là, kiểm soát lạm phát — thay vì những gì nó không thể làm, đó là, tăng vĩnh viễn tăng trưởng kinh tế và việc làm thông qua chính sách tiền tệ mở rộng. Do đó lạm phát mục tiêu có thể làm giảm áp lực chính trị đối với ngân hàng trung ương trong việc theo đuổi chính sách tiền tệ lạm phát và do đó làm giảm khả năng xảy ra vấn đề tiền hậu bất nhất.

Tăng tính minh bạch Lạm phát mục tiêu có lợi thế là dễ hiểu với công chúng và do đó có tính minh bạch cao. Các cơ chế lạm phát mục tiêu rất coi trọng tính minh bạch trong hoạch định chính sách và giao tiếp thường xuyên với công chúng. Các ngân hàng trung ương theo đuổi lạm phát mục tiêu thường xuyên liên lạc với chính phủ, một số vì luật pháp yêu cầu và một số để đáp ứng các yêu cầu không chính thức, và các quan chức tận dụng mọi cơ hội để đưa ra các bài phát biểu trước công chúng về chiến lược chính sách tiền tệ của mình. Mặc dù các kỹ thuật này cũng được sử dụng phổ biến ở các quốc gia chưa áp dụng lạm phát mục tiêu, nhưng các ngân hàng trung ương theo đuổi lạm phát mục tiêu đã tiến một bước xa hơn trong việc tiếp cận công chúng: Không chỉ là các chiến dịch thông tin công khai, như phân phát các tài liệu quảng cáo bắt mắt, mà họ còn công bố các tài liệu ví dụ như Báo cáo Lạm phát của Ngân hàng Trung ương Anh. Các tài liệu này đặc biệt đáng chú ý bởi vì, không giống như các báo cáo chính thức, buồn tẻ của các ngân hàng trung ương, chúng sử dụng đồ họa lạ mắt, các hộp, bảng và thiết kế bắt mắt khác để thu hút sự quan tâm của công chúng.

[2]Nếu bạn quan tâm đến thảo luận chi tiết hơn về lạm phát mục tiêu ở các quốc gia này và các quốc gia khác, đọc Ben S. Bernanke, Thomas Laubach, Frederic S. Mishkin, and Adam S. Posen, Inflation Targeting: Lessons from the International Experience (Princeton: Princeton University Press, 1999).

Các ngân hàng trung ương ở các quốc gia có lạm phát mục tiêu sử dụng các kênh truyền thông nói trên để đưa thông điệp về các khái niệm sau cho công chúng, những thành viên thị trường tài chính và các chính trị gia: (1) các mục tiêu và hạn chế của chính sách tiền tệ, cùng lý giải cho mục tiêu lạm phát ; (2) các giá trị bằng số của các mục tiêu lạm phát và cách chúng được xác định; (3) làm thế nào để đạt được các mục tiêu lạm phát, trong điều kiện kinh tế hiện tại; và (4) lý do cho các sai lệch so với mục tiêu. Những thông tin này giảm tính bất định về chính sách tiền tệ, lãi suất và lạm phát và hỗ trợ quá trình lập kế hoạch của khu vực tư nhân; chúng thúc đẩy tranh luận công khai về chính sách tiền tệ, một phần bằng cách làm công chúng hiểu những gì một ngân hàng trung ương có thể và không thể đạt được; và chúng giúp làm rõ trách nhiệm của ngân hàng trung ương và của các chính trị gia trong việc điều hành chính sách tiền tệ.

Tăng trách nhiệm giải trình Một đặc điểm chính khác của cơ chế lạm phát mục tiêu là xu hướng tăng trách nhiệm giải trình của ngân hàng trung ương. Minh bạch và truyền thông đi đôi với việc tăng cường trách nhiệm giải trình. Ngân hàng trung ương có trách nhiệm giải trình mạnh nhất trong chế độ lạm phát mục tiêu là ở New Zealand, nơi chính phủ có quyền cách chức thống đốc Ngân hàng Dự trữ nếu mục tiêu lạm phát bị vi phạm, dù chỉ trong một quý. Ở các quốc gia theo đuổi lạm phát mục tiêu khác, trách nhiệm giải trình của ngân hàng trung ương ít được chính thức hóa hơn. Tuy nhiên, tính minh bạch của các chính sách lạm phát mục tiêu đã có xu hướng khiến ngân hàng trung ương có trách nhiệm giải trình cao với công chúng và chính phủ. Thành công liên tục trong việc thực thi chính sách tiền tệ được đo lường dựa trên mục tiêu lạm phát được thông báo trước và xác định rõ là công cụ có thể tạo ra sự ủng hộ của công chúng đối với sự độc lập và các chính sách của ngân hàng trung ương. Việc xây dựng sự ủng hộ của cộng đồng và trách nhiệm giải trình này diễn ra ngay cả khi không có một tiêu chuẩn xác định chặt chẽ và có tính pháp lý về đánh giá kết quả và trừng phạt.

Sự nhất quán với các nguyên tắc dân chủ Trách nhiệm giải trình không chỉ tự nó có giá trị mà còn làm cho khuôn khổ thể chế thực hiện chính sách tiền tệ phù hợp hơn với các nguyên tắc dân chủ. Khuôn khổ lạm phát mục tiêu thúc đẩy trách nhiệm giải trình của ngân hàng trung ương đối với các quan chức được bầu, những người được giao một số trách nhiệm trong việc thiết lập các mục tiêu của chính sách tiền tệ và sau đó giám sát các kết quả kinh tế. Tuy nhiên, trong điều kiện lạm phát mục tiêu thông thường, ngân hàng trung ương có toàn quyền kiểm soát các quyết định hoạt động và do đó có thể chịu trách nhiệm về việc đạt được các mục tiêu được giao.

Kết quả được cải thiện Các cơ chế lạm phát mục tiêu có kết quả khá tốt. Các quốc gia có mục tiêu lạm phát dường như đã giảm đáng kể cả tỷ lệ lạm phát và lạm phát kỳ vọng so với những gì có thể xảy ra nếu không có mục tiêu lạm phát. Hơn nữa, khi đã xuống thấp, lạm phát ở các nước này ở lại tại mức thấp; sau khi giảm lạm phát, tỷ lệ lạm phát ở các quốc gia có lạm phát mục tiêu đã không tăng trở lại trong quá trình mở rộng theo chu kỳ tiếp theo của nền kinh tế.

Nhược điểm của lạm phát mục tiêu

Những người chỉ trích lạm phát mục tiêu nêu ra bốn nhược điểm của chiến lược chính sách tiền tệ này: tín hiệu chậm trễ, quá cứng nhắc, nguy cơ tăng biến động sản lượng và tăng trưởng kinh tế thấp. Chúng ta xem xét lần lượt từng nội dung và kiểm tra tính xác đáng của những lời chỉ trích này.

Tín hiệu chậm trễ Các cơ quan quản lý tiền tệ không dễ dàng kiểm soát được lạm phát. Hơn nữa, do độ trễ dài trong tác động của chính sách tiền tệ nên kết quả lạm phát chỉ bộc lộ sau một khoảng trễ đáng kể. Do đó, mục tiêu lạm phát không gửi tín hiệu ngay lập tức cho công chúng và thị trường về lập trường của chính sách tiền tệ.

Quá cứng nhắc Một số nhà kinh tế chỉ trích lạm phát mục tiêu vì họ tin rằng nó áp đặt một quy tắc cứng nhắc đối với các nhà hoạch định chính sách tiền tệ và hạn chế khả năng phản ứng của họ trong những trường hợp không lường trước được. Tuy nhiên, có những chiến lược chính sách hữu ích "kiểu quy tắc" ở chỗ chúng là hành vi hướng tới tương lai, hạn chế các nhà hoạch định chính sách tham gia một cách có hệ thống vào các chính sách với những hậu quả lâu dài không mong muốn. Các chính sách như vậy tránh được vấn đề tiền hậu bất nhất và được mô tả với tên phù hợp nhất là "sự tùy nghi có giới hạn", một thuật ngữ do Ben Bernanke và tác giả của cuốn sách này đặt ra.

Ta hoàn toàn có thể mô tả lạm phát mục tiêu như vậy. Trên thực tế, lạm phát mục tiêu không hề cứng nhắc và nên được gọi là "lạm phát mục tiêu linh hoạt". Thứ nhất, lạm phát mục tiêu không quy định các chỉ dẫn đơn giản và máy móc về cách thức ngân hàng trung ương thực hiện chính sách tiền tệ. Thay vào đó, nó yêu cầu ngân hàng trung ương sử dụng tất cả các thông tin có sẵn để xác định các hành động chính sách nào là phù hợp để đạt được mục tiêu lạm phát. Không giống như các quy tắc chính sách đơn giản, lạm phát mục tiêu không bao giờ yêu cầu ngân hàng trung ương chỉ tập trung vào một biến số chính. Thứ hai, lạm phát mục tiêu, như trên thực tế, hàm chứa một mức độ tùy nghi chính sách đáng kể. Các mục tiêu lạm phát được sửa đổi tùy thuộc vào hoàn cảnh kinh tế, như ta đã thấy. Hơn nữa, các ngân hàng trung ương theo chế độ lạm phát mục tiêu đã để lại phạm vi đáng kể nhằm phản ứng với tăng trưởng sản lượng và biến động thông qua một số cách thức khác nhau.

Nguy cơ gia tăng biến động sản lượng Một chỉ trích quan trọng đối với lạm phát mục tiêu là việc chỉ tập trung vào lạm phát có thể dẫn đến chính sách tiền tệ quá chặt chẽ khi lạm phát cao hơn mục tiêu và do đó có thể dẫn đến biến động sản lượng lớn hơn. Tuy nhiên, lạm phát mục tiêu không yêu cầu chỉ tập trung vào lạm phát - trên thực tế, kinh nghiệm cho thấy rằng những người theo đuổi mục tiêu lạm phát quan tâm đáng kể tới biến động sản lượng. Tất cả các nhóm theo đuổi mục tiêu lạm phát đều đặt mục tiêu lạm phát của họ lớn hơn 0.[3] Ví dụ, New Zealand, Canada, Vương quốc Anh và Thụy Điển hiện đặt điểm giữa của mục tiêu lạm phát là 2%, trong khi Úc đặt điểm giữa là 2,5%.

Việc những người theo mục tiêu lạm phát quyết định chọn mục tiêu lạm phát trên 0 phản ánh mối lo ngại của các nhà hoạch định chính sách tiền tệ rằng lạm phát đặc biệt thấp có thể có những tác động tiêu cực đáng kể đến hoạt động kinh tế thực tế. Giảm phát (lạm phát âm, trong đó mức giá thực tế giảm) đặc biệt đáng lo ngại vì khả năng nó có thể thúc đẩy bất ổn tài chính và dẫn đến sự suy giảm kinh tế nghiêm trọng (như đã thảo luận trong Chương 12). Tình trạng giảm phát ở Nhật Bản trong những năm gần đây là một nhân tố quan trọng dẫn đến sự suy yếu của hệ thống tài chính và nền kinh tế Nhật Bản. Tỷ lệ lạm phát mục tiêu trên 0 làm cho các giai đoạn giảm phát ít có khả năng xảy ra hơn. Đây là một lý do tại sao một số nhà kinh tế, cả trong và ngoài Nhật Bản, kêu gọi Ngân hàng Trung ương Nhật Bản áp dụng mục tiêu lạm phát ở mức 2%, và Ngân hàng Trung ương Nhật Bản cuối cùng đã thực hiện nó vào năm 2013.

[3]Chỉ số giá tiêu dùng được phát hiện có xu hướng bị lệch tăng lên khi đo lường lạm phát thực, vì vậy không có gì ngạc nhiên khi các mục tiêu lạm phát được chọn vượt quá 0. Tuy nhiên, các mục tiêu thực tế đã được thiết lập để vượt quá ước tính của độ lệch đo lường này, cho thấy rằng những người theo đuổi lạm phát mục tiêu đã quyết định các mục tiêu cho lạm phát vượt quá 0 ngay cả khi đã tính đến độ lệch đo lường.

Lạm phát mục tiêu cũng không bỏ qua mục tiêu bình ổn truyền thống. Các ngân hàng trung ương ở các quốc gia có lạm phát mục tiêu tiếp tục bày tỏ lo ngại về những biến động của sản lượng và việc làm, và khả năng đáp ứng các mục tiêu ổn định ngắn hạn ở một mức độ nào đó được tích hợp trong tất cả các cơ chế lạm phát mục tiêu. Tất cả các quốc gia theo lạm phát mục tiêu đều sẵn sàng tối thiểu hóa việc sụt giảm sản lượng bằng cách giảm dần các mục tiêu lạm phát trung hạn về hướng mục tiêu dài hạn.

Tăng trưởng kinh tế thấp Một mối quan tâm chung khác về lạm phát mục tiêu là nó sẽ dẫn đến tăng trưởng sản lượng và việc làm thấp. Mặc dù việc giảm lạm phát liên quan đến sản lượng dưới mức bình thường trong các giai đoạn bất ổn của cơ chế lạm phát mục tiêu, nhưng khi đạt được mức lạm phát thấp, sản lượng và việc làm ít nhất sẽ trở lại mức cao như trước đó. Một kết luận thận trọng là một khi đạt được lạm phát thấp, thì lạm phát mục tiêu không có hại cho nền kinh tế thực. Với sự tăng trưởng kinh tế mạnh mẽ sau khi giảm phát ở nhiều quốc gia (như New Zealand) đã áp dụng lạm phát mục tiêu, có thể nói rằng, ngoài việc kiểm soát lạm phát, lạm phát mục tiêu thúc đẩy tăng trưởng kinh tế thực tế.

SỰ TIẾN HÓA CHIẾN LƯỢC CHÍNH SÁCH TIỀN TỆ CỦA CỤC DỰ TRỮ LIÊN BANG

Chính sách tiền tệ của Cục Dự trữ Liên bang đã tiến hóa theo thời gian. Trước tiên, chúng ta thảo luận về chiến lược chính sách tiền tệ của Fed trước nhiệm kỳ của Ben Bernanke với tư cách là Chủ tịch Cục Dự trữ Liên bang và sau đó xem chính sách tiền tệ đã tiến hóa thành một cơ chế lạm phát mục tiêu linh hoạt bắt đầu từ tháng 1 năm 2012 như thế nào.

Chiến lược chính sách tiền tệ "Cứ làm đi - *Just Do It*" của Fed

Từ giữa những năm 1980 cho đến khi Ben Bernanke trở thành Chủ tịch Cục Dự trữ Liên bang vào năm 2006, Cục Dự trữ Liên bang đã đạt được thành tích kinh tế vĩ mô xuất sắc (bao gồm cả lạm phát thấp và ổn định), và kết quả này đạt được mà không cần tới một điểm neo danh nghĩa rõ ràng như mục tiêu lạm phát. Mặc dù Cục Dự trữ Liên bang không nêu rõ ràng, nhưng vẫn có một chiến lược thực hiện chính sách tiền tệ nhất quán. Chiến lược này có sử dụng một điểm neo danh nghĩa, nhưng không rõ ràng, dưới dạng mối quan tâm đặc biệt của Cục Dự trữ Liên bang nhằm kiểm soát lạm phát về lâu dài. Bên cạnh đó là hành vi hướng tới tương lai: theo dõi cẩn thận các dấu hiệu của lạm phát trong tương lai, sử dụng nhiều loại thông tin cùng với các "cuộc tấn công phủ đầu" định kỳ của chính sách tiền tệ trước mối đe dọa lạm phát.

Như Milton Friedman đã nhấn mạnh, các tác động của chính sách tiền tệ có độ trễ dài. Ở các nước công nghiệp phát triển có lịch sử lạm phát thấp, quán tính của quá trình lạm phát có vẻ khá lớn: Ví dụ, ước tính từ các mô hình kinh tế vĩ mô lớn của nền kinh tế Hoa Kỳ cho thấy rằng chính sách tiền tệ mất hơn một năm để ảnh hưởng đến sản lượng và hơn hai năm để có một tác động đáng kể đến lạm phát. Đối với các quốc gia đã từng có biến động lớn trong lạm phát và do đó có giá cả linh hoạt hơn, độ trễ có thể ngắn hơn.

Độ trễ dài có nghĩa là chính sách tiền tệ không thể đợi lạm phát bắt đầu rồi mới phản ứng. Nếu một ngân hàng trung ương đợi cho đến khi các dấu hiệu lạm phát rõ ràng xuất hiện, thì đã quá muộn để duy trì giá cả ổn định, nếu không thì phải thực hiện chính sách thắt chặt mạnh mẽ: Kỳ vọng lạm phát đã được nhúng vào quá trình thiết lập tiền lương và

giá cả, tạo ra một động lực lạm phát khó có thể dừng lại. Lạm phát trở nên khó kiểm soát hơn nhiều khi nó đã vào đà vì kỳ vọng lạm phát cao hơn đã ăn sâu vào các loại hợp đồng dài hạn và thỏa thuận giá cả.

Do đó, để ngăn chặn lạm phát ngay từ đầu, chính sách tiền tệ cần có tính định hướng tương lai và phủ đầu. Nghĩa là, tùy thuộc vào độ trễ từ chính sách tiền tệ đến lạm phát, chính sách tiền tệ cần phải hành động từ sớm trước khi áp lực lạm phát xuất hiện trong nền kinh tế. Ví dụ, giả sử mất khoảng hai năm để chính sách tiền tệ có tác động đáng kể đến lạm phát. Trong trường hợp này, ngay cả khi lạm phát hiện đang ở mức thấp nhưng các nhà hoạch định chính sách cho rằng lạm phát sẽ tăng trong hai năm tới với lập trường chính sách tiền tệ không thay đổi, thì họ phải thắt chặt chính sách tiền tệ ngay từ bây giờ để ngăn chặn sự gia tăng lạm phát.

Dưới thời Alan Greenspan và Ben Bernanke, Cục Dự trữ Liên bang đã thành công trong việc theo đuổi chính sách tiền tệ phủ đầu. Ví dụ, Fed đã tăng lãi suất từ năm 1994 đến 1995 trước khi lạm phát gia tăng kịp có chỗ đứng. Kết quả là, lạm phát không chỉ duy trì ổn định; nó còn giảm nhẹ. Fed cũng tiến hành các cuộc tấn công phủ đầu chống lại suy giảm kinh tế. Ví dụ, Fed bắt đầu nới lỏng chính sách tiền tệ vào tháng 9 năm 2007 khi cuộc khủng hoảng tài chính toàn cầu bắt đầu, mặc dù nền kinh tế lúc đó đang tăng trưởng mạnh và lạm phát đang gia tăng.[4] (Tuy nhiên, trong trường hợp này, chính sách phủ đầu của Fed không đủ để vượt qua cú sốc tiêu cực quá lớn đối với nền kinh tế từ sự gián đoạn thị trường tài chính.) Chiến lược chính sách tiền tệ phủ đầu, hướng tới tương lai này rõ ràng cũng là một đặc điểm của cơ chế lạm phát mục tiêu, bởi vì các công cụ chính sách tiền tệ được điều chỉnh để tính đến ảnh hưởng trễ lâu dài của chúng đối với lạm phát.

Tuy nhiên, tốt nhất nên mô tả chế độ chính sách của Fed trước cuộc khủng hoảng tài chính toàn cầu là chính sách "*just do it*", và nó khác với lạm phát mục tiêu ở chỗ nó không chính thức xác định một điểm neo danh nghĩa và kém minh bạch hơn nhiều. Tuy nhiên, vì cách tiếp cận "*just do it*" của Fed có một số thành tố chủ chốt của lạm phát mục tiêu, nên nó cũng có nhiều điểm mạnh. Giống như lạm phát mục tiêu, ngân hàng trung ương sử dụng nhiều nguồn thông tin để xác định các thiết lập tốt nhất cho chính sách tiền tệ. Hành vi hướng tới tương lai của Fed và áp lực ổn định giá đã giúp kiềm chế chính sách tiền tệ mở rộng quá mức, do đó cải thiện vấn đề tiền hậu bất nhất.

Tuy nhiên, bất chấp các thành công, cách tiếp cận "*just do it*" của Fed có một số điểm yếu. Đầu tiên là sự thiếu minh bạch của nó. Cách tiếp cận kín tiếng của Fed về ý định của mình đã dẫn đến một trò chơi phỏng đoán liên tục về các hành động trong tương lai của họ. Mức độ bất định cao này đã dẫn đến sự biến động không cần thiết trên thị trường tài chính và tạo ra sự nghi ngờ của các doanh nghiệp và công chúng về diễn biến tương lai của lạm phát và sản lượng. Hơn nữa, sự không rõ ràng trong hoạch định chính sách của Fed khiến Quốc hội và công chúng khó có thể quy trách nhiệm cho Cục Dự trữ Liên bang: Fed không thể bị quy trách nhiệm về các quyết định của mình nếu không có các tiêu chí định trước để đánh giá hoạt động của nó, và sự thiếu tính trách nhiệm này không phù hợp với các nguyên tắc dân chủ. Trách nhiệm giải trình thấp cũng có thể khiến Fed dễ gặp phải vấn đề tiền hậu bất nhất, do đó Fed có thể theo đuổi các mục tiêu ngắn hạn với chi phí dài hạn.

[4]Những giai đoạn này được thảo luận trong lược sử về hoạch định chính sách của Fed được nêu trong Phụ lục 2 của chương này, có tại www.pearson.com/mylab/economics.

Con đường dài tới lạm phát mục tiêu

Alan Greenspan, chủ tịch Fed từ năm 1987 đến năm 2006, không ủng hộ mạnh mẽ việc tăng cường tính minh bạch của Cục Dự trữ Liên bang. Do đó, bất chấp những điểm yếu của phương pháp "*just do it*" và những thành công của cơ chế lạm phát mục tiêu từ năm 1991 trở đi, Greenspan đã phản đối việc áp dụng lạm phát mục tiêu và dập tắt các đề xuất theo hướng này tại cuộc họp FOMC năm 1996. Khi Ben Bernanke trở thành chủ tịch của Fed vào năm 2006, ông chủ trương tăng tính minh bạch của Fed và lạm phát mục tiêu đã có được một người ủng hộ mạnh mẽ (xem hộp Bên trong Fed).

Ngay sau khi trở thành chủ tịch Fed, Bernanke đã nói rõ rằng bất kỳ thay đổi nào hướng tới lạm phát mục tiêu đều phải đạt được sự đồng thuận trong FOMC. Sau đó, ông thành lập một tiểu ban nội bộ để thảo luận về truyền thông của Cục Dự trữ Liên bang, trong đó có nội dung về công bố một mục tiêu lạm phát bằng số cụ thể. FOMC đã đi một bước trong định hướng lạm phát mục tiêu vào tháng 11 năm 2007 khi công bố một chiến lược truyền thông mới nhằm kéo dài thời gian dự báo lạm phát của các thành viên FOMC lên ba năm. Trong đa số trường hợp, thời hạn ba năm là đủ dài để các dự báo lạm phát theo "chính sách phù hợp" có thể phản ánh mục tiêu lạm phát của mỗi thành viên, bởi vì với khung thời hạn ba năm, lạm phát sẽ hội tụ với mục tiêu dài hạn.

Vào tháng 7 năm 2008, trong bài phát biểu cuối cùng của mình với tư cách là thống đốc Cục Dự trữ Liên bang, tác giả của cuốn sách này đã lập luận rằng một vài sửa đổi tương đối nhỏ đối với mục tiêu lạm phát có thể đưa Fed tiến xa hơn tới lạm phát mục tiêu.[5] Mục tiêu đầu tiên của Fed phải là xác định ngày đích cho mục tiêu lạm phát của nó đủ xa để lạm phát gần như chắc chắn sẽ hội tụ về giá trị lâu dài của nó vào ngày đó. Vào tháng 1 năm 2009, FOMC đã thông qua sửa đổi này bằng cách bổ sung các dự báo lạm phát dài hạn theo "chính sách thích hợp" vào các công bố dự báo của các thành viên FOMC. Thứ hai, các thành viên FOMC cần sẵn sàng đạt được sự đồng thuận về một giá trị duy nhất cho mục tiêu lạm phát nhất quán bắt buộc. Thứ ba, FOMC không nên sửa đổi mục tiêu lạm phát này trừ khi có lý do khoa học xác đáng để làm như vậy. Với hai sửa đổi bổ sung này, thực tế, các dự báo lạm phát dài hạn sẽ là một thông báo về một mục tiêu bằng số cụ thể cho tỷ lệ lạm phát và do đó sẽ được coi là một phiên bản linh hoạt của lạm phát mục tiêu. Vào tháng 10 năm 2010, Bernanke khi đó là chủ tịch đã có một bài phát biểu ủng hộ tuyệt đối cách tiếp cận này.[6] Tuy nhiên, ông đã không thể thuyết phục các đồng nghiệp của mình trong FOMC áp dụng nó.

Khi Janet Yellen rời vị trí chủ tịch Ngân hàng Dự trữ Liên bang San Francisco để trở thành phó chủ tịch Hội đồng Thống đốc của Hệ thống Dự trữ Liên bang vào năm 2010, Bernanke đã có một đồng minh mạnh mẽ về lạm phát mục tiêu chiếm vị trí thứ hai- vị trí quyền lực trong Hệ thống Dự trữ Liên bang. Vào tháng 10 năm 2010, Bernanke bổ nhiệm Yellen làm chủ tịch tiểu ban nội bộ về truyền thông, và việc áp dụng lạm phát mục tiêu không còn xa nữa. FOMC cuối cùng đã chuyển sang lạm phát mục tiêu vào ngày 25 tháng 1 năm 2012, khi ban hành "Tuyên bố về các mục tiêu dài hạn và chiến lược chính sách tiền tệ." [7] Trong tuyên bố này, được gia hạn vào tháng 1 hàng năm, FOMC đã đồng ý với một giá trị bằng số duy nhất là mục tiêu lạm phát, 2% trên chỉ số điều chỉnh chi tiêu tiêu dùng cá nhân (PCE- personal consumption expenditure) được thảo luận trong phụ lục

[5]Đọc Frederic S. Mishkin, "Whither Federal Reserve Communications", phát biểu tại Viện Kinh tế Quốc tế Petersen, Washington, DC, ngày 28 tháng 7 năm 2008, http://www.federalreserve.gov/newsevents/speech/mishkin20080.

[6]Ben S. Bernanke, "Monetary Policy Objectives and Tools in a Low-Inflation Environment," bài phát biểu được đưa ra tại hội nghị của Ngân hàng dự trữ liên bang Boston, Điều chỉnh chính sách tiền tệ trong môi trường lạm phát thấp, ngày 15 tháng 10 năm 2010.

[7]Có thể đọc những tuyên bố này tại http://www.federalreserve.gov/monetarypolicy/default.htm.

Bên trong Fed **Chủ trương Lạm phát mục tiêu của Ben Bernanke**

Ben Bernanke là một chuyên gia nổi tiếng thế giới về chính sách tiền tệ, người đã viết rất nhiều về lạm phát mục tiêu khi làm việc trong giới học thuật. Khi là một giáo sư tại Princeton, Bernanke, trong một số bài báo và trong một cuốn sách viết cùng với tác giả của cuốn sách này, đã lập luận rằng lạm phát mục tiêu sẽ là một bước tiến lớn đối với Cục Dự trữ Liên bang và sẽ tạo ra kết quả kinh tế tốt hơn, đối với nhiều những lý do đã nêu trước đó.*

Khi Bernanke đảm nhận vị trí thống đốc Cục Dự trữ Liên bang từ năm 2002 đến 2005, ông tiếp tục ủng hộ việc ngắm tới một mục tiêu lạm phát. Trong một bài phát biểu quan trọng được đưa ra tại một hội nghị tại Ngân hàng Dự trữ Liên bang St. Louis năm 2004, ông đã mô tả cách Cục Dự trữ Liên bang có thể hướng tới lạm phát mục tiêu: Fed nên công bố một giá trị bằng số cho mục tiêu lạm phát dài hạn của mình.† Bernanke nhấn mạnh rằng việc công bố mục tiêu lạm phát như vậy sẽ hoàn toàn phù hợp với nhiệm vụ kép của Fed là đạt được sự ổn định giá cả và việc làm tối đa và do đó có thể được gọi là *mục tiêu lạm phát nhất quán với chỉ thị nhiệm vụ*, vì mục tiêu lạm phát sẽ được ấn định trên 0 để tránh giảm phát, có tác hại đến việc làm. Ngoài ra, mục tiêu lạm phát sẽ không được coi là một mục tiêu ngắn hạn mà có thể dẫn đến việc kiểm soát lạm phát quá chặt chẽ với chi phí là biến động việc làm quá cao.

*Ben S. Bernanke and Frederic S. Mishkin, "Inflation Targeting: A New Framework for Monetary Policy," Journal of Economic Perspectives, vol. 11, no. 2 (1997); Ben S. Bernanke, Frederic S. Mishkin, and Adam S. Posen, "Inflation Targeting: Fed Policy After Greenspan," Milken Institute Review (Fourth Quarter, 1999): 48–56; Ben S. Bernanke, Frederic S. Mishkin, and Adam S. Posen, "What Happens When Greenspan Is Gone," Wall Street Journal, January 5, 2000, p. A22; và Ben S. Bernanke, Thomas Laubach, Frederic S. Mishkin, and Adam S. Posen, Inflation Targeting: Lessons from the International Experience (Princeton, NJ: Princeton University Press, 1999).

†Ben S. Bernanke, "Inflation Targeting," Federal Reserve Bank of St. Louis, Review, vol. 86, no. 4 (July/August 2004): 165–168.

của Chương 1. Tuy nhiên, tuyên bố cũng nêu rõ rằng Cục Dự trữ Liên bang sẽ theo đuổi một hình thức lạm phát mục tiêu linh hoạt, phù hợp với nhiệm vụ kép của mình, bởi vì họ sẽ không chỉ tìm cách đạt được mục tiêu lạm phát mà còn tập trung vào việc thúc đẩy việc làm bền vững tối đa.

Toàn cầu **Chiến lược chính sách tiền tệ của Ngân hàng Trung ương Châu Âu**

Ngân hàng Trung ương Châu Âu (ECB) cũng khá chậm chạp trong việc hướng tới lạm phát mục tiêu, họ áp dụng một chiến lược chính sách tiền tệ kết hợp có chứa một số yếu tố của lạm phát mục tiêu.* Ngay trước khi ECB đi vào hoạt động đầy đủ vào năm 1999, hội đồng quản lý của nó đã định nghĩa ổn định giá cả là một tỷ lệ lạm phát dưới 2%. Tuy nhiên, vào tháng 5 năm 2003, ECB đã thông qua mục tiêu lạm phát trong trung hạn là "thấp hơn, nhưng gần bằng 2%". Chiến lược của ECB có hai "trụ cột" chính. Đầu tiên, tổng tiền tệ và tín dụng được đánh giá về "tác động của chúng đối với lạm phát và tăng trưởng kinh tế trong tương lai". Thứ hai, nhiều biến số kinh tế khác được sử dụng để đánh giá triển vọng kinh tế trong tương lai.

Chiến lược của ECB có phần không rõ ràng và đã bị chỉ trích vì lý do này. Mặc dù mục tiêu lạm phát "thấp hơn, nhưng gần bằng, 2%" nghe có vẻ giống như mục tiêu lạm phát, ECB đã nhiều lần tuyên bố rằng họ không định vị mục tiêu lạm phát. Ngân hàng trung ương này dường như đã quyết định cố gắng "bắt cá hai tay"** bằng cách không cam kết quá mạnh mẽ vào chiến lược lạm phát mục tiêu. Khó khăn phát sinh trong việc đánh giá chiến lược của ECB có khả năng làm giảm trách nhiệm giải trình của tổ chức.

*Mô tả chiến lược chính sách tiền tệ của ECB, truy cập http://www.ecb.int.

** Tác giả dùng thành ngữ "*have its cake and eat it, too*", nghĩa là muốn đạt được hai điều tốt trái ngược nhau cùng một lúc. ECB vừa muốn công chúng hiểu rằng mình đang theo đuổi chính sách tiền tệ mục tiêu nhưng đồng thời lại muốn công chúng hiểu rằng mình đang theo đuổi lạm phát mục tiêu.

Cục Dự trữ Liên bang (Fed) không phải là ngân hàng trung ương duy nhất tiến chậm đến mục tiêu lạm phát. Như hộp Toàn cầu "Chiến lược Chính sách Tiền tệ của Ngân hàng Trung ương Châu Âu" cho thấy, Ngân hàng Trung ương Châu Âu cũng theo đuổi một hình thức yếu của lạm phát mục tiêu.

NHỮNG BÀI HỌC CHIẾN LƯỢC CHÍNH SÁCH TIỀN TỆ TỪ KHỦNG HOẢNG TÀI CHÍNH TOÀN CẦU

Thảo luận của chúng ta trong các chương trước về các sự kiện đặc trưng cho cuộc khủng hoảng tài chính toàn cầu đưa ra bốn bài học cơ bản cho các nhà kinh tế và các nhà hoạch định chính sách về cách thức hoạt động của nền kinh tế.[8]

1. *Những phát triển trong lĩnh vực tài chính có tác động lớn hơn nhiều đến hoạt động kinh tế so với nhận thức trước đó.* Mặc dù trước khi xảy ra khủng hoảng, các nhà kinh tế và hoạch định chính sách thường thừa nhận rằng ma sát tài chính có thể đóng một vai trò quan trọng trong sự biến động của chu kỳ kinh doanh, Chương 12 cho thấy cuộc khủng hoảng tài chính toàn cầu đã cho thấy rõ tác động bất lợi của gián đoạn tài chính đối với hoạt động kinh tế tệ hơn nhiều so với dự đoán ban đầu.
2. *Giới hạn dưới bằng không của lãi suất có thể là một vấn đề nghiêm trọng.* Như chúng ta đã thấy trong Chương 15, giới hạn dưới của lãi suất bằng không đã buộc Cục Dự trữ Liên bang phải sử dụng các công cụ chính sách tiền tệ phi truyền thống, không chỉ kể từ cuộc khủng hoảng mà còn trong suốt giai đoạn 2003–2006. Mặc dù những công cụ phi truyền thống này có thể giúp kích thích nền kinh tế, nhưng sử dụng chúng phức tạp hơn so với các công cụ truyền thống và tác động của chúng đối với nền kinh tế bất trắc hơn, vì vậy chúng khó sử dụng hiệu quả hơn.
3. *Chi phí dọn dẹp sau khủng hoảng tài chính rất cao.* Như chúng ta đã thấy trong Chương 12, các cuộc khủng hoảng tài chính kéo theo các cuộc suy thoái sâu sắc. Ngoài ra, sự phục hồi từ các cuộc khủng hoảng tài chính rất chậm. Carmen Reinhart và Vincent Reinhart đã ghi nhận tăng trưởng kinh tế thấp hơn đáng kể trong một thập niên sau các cuộc khủng hoảng tài chính, và tỷ lệ thất nghiệp liên tục cao hơn trong một thập niên sau các đợt khủng hoảng. Ngoài ra, do hậu quả của các cuộc khủng hoảng tài chính, nợ chính phủ hầu như luôn tăng mạnh và có thể dẫn đến vỡ nợ chính phủ, đã trở thành mối quan tâm lớn ở châu Âu sau cuộc khủng hoảng gần đây nhất.[9]
4. *Sự ổn định về giá cả và sản lượng không đảm bảo sự ổn định về tài chính.* Trước cuộc khủng hoảng tài chính gần đây, quan điểm chung của cả giới học giả và ngân hàng trung ương là đạt được sự ổn định về giá cả và sản lượng sẽ thúc đẩy sự ổn định tài chính. Tuy nhiên, thành công của các ngân hàng trung ương trong việc ổn định lạm phát và giảm thiểu biến động của chu kỳ kinh doanh trước năm 2007, được gọi là "Đại Dung hòa", đã không thể bảo vệ nền kinh tế khỏi bất ổn tài chính. Thậm chí, sự thành

[8]Để xem thảo luận chi tiết hơn về các bài học của cuộc khủng hoảng tài chính toàn cầu đối với chiến lược chính sách tiền tệ, đọc Frederic S. Mishkin, "Monetary Policy Strategy: Lessons from the Crisis," in Marek Jarocinski, Frank Smets, and Christian Thimann, eds., Monetary Policy Revisited: Lessons from the Crisis, Sixth ECB Central Banking Conference (Frankfurt, European Central Bank, 2011), pp. 67–118.

[9]Đọc Carmen M. Reinhart and Vincent R. Reinhart, "After the Fall," Macroeconomic Challenges: The Decade Ahead, Federal Reserve Bank of Kansas City Economic Symposium, 2010, bản thảo có tại http://www.kansascityfed.org; và Carmen M. Reinhart and Kenneth S. Rogoff, This Time Is Different: Eight Centuries of Financial Folly (Princeton, NJ: Princeton University Press, 2009).

công đó có thể là yếu tố kích thích khủng hoảng. Sự biến động thấp của cả lạm phát và biến động sản lượng có thể khiến các thành viên thị trường đánh giá rủi ro của hệ thống kinh tế thấp hơn so với thực tế, khiến họ hấp thụ rủi ro quá mức, từ đó góp phần thúc đẩy cuộc khủng hoảng tài chính toàn cầu.

Những bài học này có ý nghĩa gì đối với chiến lược chính sách tiền tệ? Trước tiên, chúng ta xem xét những bài học này có thể ảnh hưởng như thế nào đến suy nghĩ của chúng ta về lạm phát mục tiêu và sau đó xem xét cách các ngân hàng trung ương cần phản ứng với bong bóng giá tài sản.

Hàm ý cho lạm phát mục tiêu

Trước đó, chúng ta đã phác thảo các lập luận ủng hộ lạm phát mục tiêu, và không có bài học nào được liệt kê ở trên mâu thuẫn với các lập luận này. Mặc dù các bài học kinh nghiệm từ cuộc khủng hoảng tài chính không làm yếu các lập luận ủng hộ lạm phát mục tiêu, nhưng những bài học này cho thấy có thể lạm phát mục tiêu cần phải linh hoạt hơn và cũng có thể cần được sửa đổi trên nhiều khía cạnh. Đầu tiên, chúng ta xem xét những bài học này có thể có ý nghĩa gì đối với mức mục tiêu lạm phát.

Mức mục tiêu lạm phát Như đã thảo luận trước đó, các ngân hàng trung ương thường định vị mục tiêu lạm phát xung quanh mức 2%. Mức độ nghiêm trọng của vấn đề giới hạn dưới bằng 0 đặt ra câu hỏi liệu mức mục tiêu này có quá thấp hay không. Một bài báo gây tranh cãi được viết bởi các nhà nghiên cứu tại IMF, bao gồm cả nhà kinh tế trưởng Olivier Blanchard, cho rằng mục tiêu lạm phát có thể được nâng từ mức 2% lên 4%.[10] Bài báo cho rằng với kỳ vọng lạm phát được neo ở mức mục tiêu 4% này, bằng cách hạ lãi suất danh nghĩa xuống 0, lãi suất thực, $i_r = i - \pi^e$, có thể giảm xuống thấp nhất là - 4% (= 0 - 4%), thay vì lãi suất - 2% (= 0 - 2%) gắn với mục tiêu lạm phát 2%. Chính sách tiền tệ truyền thống, hướng tới thao túng lãi suất chính sách danh nghĩa, khi đó có thể mở rộng hơn so với khi mục tiêu lạm phát thấp hơn, nếu lãi suất giảm xuống mức sàn 0. Nói cách khác, giới hạn dưới bằng 0 đối với lãi suất chính sách sẽ ít ràng buộc hơn khi mục tiêu lạm phát cao hơn.

Mặc dù lập luận này về mặt lý thuyết là đúng đắn, và việc nâng mục tiêu lạm phát có lợi ích, chúng ta cũng phải tính đến chi phí của nó. Mục tiêu lạm phát cao hơn chỉ có lợi khi xảy ra vấn đề giới hạn dưới bằng 0. Mặc dù đây là một vấn đề lớn trong cuộc khủng hoảng tài chính toàn cầu, những biến cố như vậy không thường xuyên xảy ra. Nếu vấn đề giới hạn dưới bằng 0 khá hiếm khi xảy ra, thì lợi ích của mục tiêu lạm phát cao hơn không quá lớn bởi vì chúng chẳng mấy khi xuất hiện. Tuy nhiên, chi phí của lạm phát cao do sự biến dạng mà nó tạo ra trong nền kinh tế, được đề cập ở đầu chương, thì liên tục xảy ra. Do đó, mặc dù những chi phí này có thể không lớn trong một năm bất kỳ, nhưng chúng sẽ cộng dồn theo thời gian và có thể lớn hơn những lợi ích không liên tục của mục tiêu lạm phát cao khi xảy ra giới hạn dưới bằng 0.

Một vấn đề khác với việc nâng mục tiêu lạm phát là lịch sử cho thấy việc ổn định tỷ lệ lạm phát ở mức 4% sẽ khó hơn so với mức 2%. Một khi lạm phát bắt đầu tăng lên trên mức này, công chúng có thể tin rằng ổn định giá cả không còn là mục tiêu đáng tin cậy của ngân hàng trung ương. Sau đó, câu hỏi đặt ra, nếu mức lạm phát 4% là ổn, vậy tại sao không phải là 6%, hay 8%, v.v.? Điều này dường như đã xảy ra vào những năm 1960, khi các nhà kinh tế như Paul Samuelson và Robert Solow của MIT, cả hai người sau đó đều đoạt giải Nobel, cho rằng các nhà hoạch định chính sách nên sẵn sàng chấp nhận tỷ lệ

[10]Olivier Blanchard, Giovanni Dell'Ariccia, and Paolo Mauro, "Rethinking Monetary Policy," Journal of Money, Credit and Banking, vol. 42, Issue Supplement S1 (September 2010): 199–217.

lạm phát cao hơn trong khoảng phạm vi 4% –5%. Nhưng khi lạm phát tăng đến mức đó, các cơ quan quản lý chính sách không thể kiềm chế nó tại ngưỡng này, và nó tiếp tục tăng lên mức hai con số vào đầu những năm 1980. Việc đưa lạm phát giảm trở lại trong thời kỳ Volcker đã rất tốn kém. Không có ngân hàng trung ương nào muốn trải qua chu kỳ đó một lần nữa, và đây là lý do tại sao các ngân hàng trung ương tỏ ra rất thù địch với đề xuất của các nhà nghiên cứu IMF.

Tính linh hoạt của lạm phát mục tiêu Chúng ta đã thấy rằng các chiến lược định vị mục tiêu lạm phát đang triển khai trong thực tế, thực ra nên gọi là "lạm phát mục tiêu linh hoạt". Tuy nhiên, trước cuộc khủng hoảng tài chính toàn cầu, sự linh hoạt này chỉ là cho phép sai lệch nhỏ trong ngắn hạn của lạm phát so với mục tiêu định vị nhằm thúc đẩy ổn định sản lượng cũng như ổn định giá cả. Hai bài học từ cuộc khủng hoảng - rằng bất ổn tài chính có thể có những tác động tàn phá nền kinh tế và việc đạt được sự ổn định về giá cả và sản lượng không đủ để đảm bảo ổn định tài chính - đã cho thấy các ngân hàng trung ương cần quan tâm hơn đến ổn định tài chính, không chỉ trong định vị lạm phát mục tiêu mà còn trong bất kỳ khuôn khổ chính sách tiền tệ nào. Việc các ngân hàng trung ương nên ứng phó với bong bóng giá tài sản như thế nào có vai trò đặc biệt quan trọng, đó là chủ đề thảo luận tiếp theo.

CÁC NGÂN HÀNG TRUNG ƯƠNG CÓ NÊN THỬ TÌM CÁCH NGĂN CHẶN BONG BÓNG GIÁ TÀI SẢN?

Trong nhiều thế kỷ, các nền kinh tế đã phải chịu các **bong bóng giá tài sản** định kỳ, là việc giá tài sản tăng rõ rệt, hay còn gọi là "bong bóng", so với các giá trị cơ bản và cuối cùng thì vỡ tan tành. Câu chuyện về cuộc khủng hoảng tài chính toàn cầu, được thảo luận trong Chương 12, cho thấy những bong bóng này có thể tốn kém tới mức nào. Sự bùng nổ của bong bóng giá tài sản trên thị trường nhà đất đã làm suy giảm hệ thống tài chính, dẫn đến suy thoái kinh tế, gia tăng tỷ lệ thất nghiệp và trực tiếp gây khó khăn cho các gia đình buộc phải rời bỏ nhà cửa sau khi bị tịch thu.

Chi phí kinh tế cao của bong bóng giá tài sản đặt ra những câu hỏi sau: Các ngân hàng trung ương nên làm gì với chúng? Họ có nên sử dụng chính sách tiền tệ để cố gắng châm nổ bong bóng hay không? Có biện pháp pháp lý nào mà họ có thể dùng để kiềm chế bong bóng giá tài sản không? Để trả lời những câu hỏi này, chúng ta cần hỏi liệu các loại bong bóng khác nhau có yêu cầu các cách thức xử lý khác nhau hay không.

Hai loại bong bóng giá tài sản

Để suy nghĩ về phản ứng của các ngân hàng trung ương đối với bong bóng giá tài sản, trước tiên chúng ta cần xem xét các loại bong bóng khác nhau và cách giải quyết tốt nhất từng loại bong bóng. Bong bóng giá tài sản có hai loại: một loại được bơm bởi tín dụng và loại thứ hai được tạo ra hoàn toàn bởi những kỳ vọng quá lạc quan (được Alan Greenspan gọi là "sự phóng đại phi lý trí").

Bong bóng bơm bởi tín dụng Khi bùng nổ tín dụng bắt đầu, bong bóng giá tài sản có thể bắt đầu hình thành. Sẽ có nhiều tín-dụng-dễ-vay-hơn để mua một số loại tài sản và do đó làm tăng giá của chúng. Kế đó, sự gia tăng giá trị tài sản sẽ khuyến khích cho vay thêm để mua những tài sản này, hoặc vì nó làm tăng giá trị của tài sản thế chấp, giúp dễ dàng vay hơn hoặc vì nó làm tăng giá trị vốn tại các định chế tài chính, giúp họ có nhiều

khả năng cho vay hơn. Sau đó, việc cho vay các tài sản này có thể làm tăng thêm nhu cầu đối với chúng và do đó làm tăng giá của chúng hơn nữa*. Vòng lặp phản hồi này - trong đó bùng nổ tín dụng đẩy giá tài sản lên, từ đó thúc đẩy bùng nổ tín dụng, khiến giá tài sản thậm chí cao hơn, v.v. - có thể tạo ra bong bóng với giá tài sản tăng cao hơn nhiều so với giá trị cơ bản của chúng.

* Ví dụ khi giá nhà lên, mọi người muốn vay nhiều hơn để mua nhà, cầu tăng làm giá nhà đắt hơn, lại làm mọi người muốn vay nhiều hơn để mua nhà. Điểm cốt yếu ở đây là việc mọi người muốn vay và ngân hàng cũng muốn cho vay sẽ tạo ra vòng lặp liên tục và tạo ra bong bóng.

Cuộc khủng hoảng tài chính toàn cầu gần đây đã chứng minh bong bóng bơm bởi tín dụng đặc biệt nguy hiểm. Khi giá tài sản giảm trở lại và bong bóng vỡ, sự sụp đổ của giá tài sản dẫn đến sự đảo ngược của vòng lặp phản hồi: các khoản vay khó tiếp cận, người cho vay cắt giảm nguồn cung tín dụng, nhu cầu về tài sản giảm và giá cả giảm xuống. Đây chính xác là những diễn biến đặc trưng trên thị trường nhà ở trong cuộc khủng hoảng tài chính toàn cầu. Được thúc đẩy bởi sự bùng nổ tín dụng trong cho vay dưới chuẩn, giá nhà ở đã tăng cao hơn giá trị cơ bản; nhưng khi giá nhà đất sụt giảm, tín dụng giảm và giá nhà đất giảm mạnh.

Các khoản lỗ sau đó từ các khoản cho vay dưới chuẩn và chứng khoán đã làm sụt giảm giá trị bảng cân đối kế toán của các định chế tài chính, gây ra sự sụt giảm tín dụng (hạ đòn bẩy) và giảm mạnh trong chi tiêu kinh doanh và hộ gia đình, cũng như trong hoạt động kinh tế. Trong cuộc khủng hoảng tài chính toàn cầu, sự tương tác giữa giá nhà ở và sức khỏe của các định chế tài chính sau khi bong bóng giá nhà ở sụp đổ gây nguy hiểm cho hoạt động của toàn bộ hệ thống tài chính và gây ra những hậu quả nghiêm trọng cho nền kinh tế.

Bong bóng chỉ được tạo ra bởi sự phóng đại phi lý Những bong bóng chỉ được tạo ra bởi những kỳ vọng quá lạc quan, nhưng không liên quan đến bùng nổ tín dụng, gây ra ít rủi ro hơn nhiều cho hệ thống tài chính. Ví dụ, bong bóng cổ phiếu công nghệ vào cuối những năm 1990 không được bơm thêm bởi tín dụng, và sự bùng nổ của bong bóng cổ phiếu công nghệ không kéo theo sự suy yếu rõ rệt của các định chế tài chính. Do đó, bong bóng chứng khoán công nghệ vỡ không có tác động quá nghiêm trọng đến nền kinh tế và cuộc suy thoái sau đó là khá nhẹ. Do đó, bong bóng chỉ do sự phóng đại phi lý tạo ra ít nguy hiểm hơn nhiều so với những bong bóng được bơm bởi bùng nổ tín dụng.

Tranh luận về việc liệu các ngân hàng trung ương có nên tìm cách châm nổ bong bóng hay không

Vì giá tài sản là một kênh trung tâm của chính sách tiền tệ và ảnh hưởng trực tiếp đến kết quả của nó (các cơ chế truyền dẫn của chính sách tiền tệ sẽ được thảo luận trong Chương 25), chính sách tiền tệ chắc chắn cần phải phản ứng với giá tài sản để đạt được kết quả tốt về lạm phát và sản lượng. Do đó, vấn đề không phải là liệu chính sách tiền tệ có nên phản ứng với biến động giá tài sản hay không, mà là liệu chính sách tiền tệ có nên phản ứng mạnh mẽ hơn so với mức được yêu cầu đối với các mục tiêu ổn định lạm phát và việc làm hay không. Chính sách tiền tệ có nên cố gắng để châm nổ, hoặc làm chậm sự phát triển của bong bóng giá tài sản tiềm năng để giảm thiểu thiệt hại cho nền kinh tế khi những bong bóng này vỡ không? Ngoài ra, thay vì phản ứng trực tiếp với bong bóng giá tài sản có thể xảy ra, các cơ quan quản lý tiền tệ có nên chỉ phản ứng với sự sụt giảm giá tài sản xảy ra sau khi bong bóng vỡ, để ổn định cả sản lượng và lạm phát? Những lập trường đối lập này được nhìn nhận là lựa chọn việc lựa theo bong bóng giá tài sản hay là làm sạch sau khi bong bóng vỡ, và do đó, cuộc tranh luận về việc phải làm gì với bong bóng giá tài sản đã được gọi là cuộc tranh luận "*lean versus clean - lựa hay dọn*".

* Cụm từ "*lean versus clean*" chơi chữ khá ấn tượng nên người dịch quyết định giữ cụm từ gốc. Từ *lean against asset-price bubbles* trong bối cảnh này còn hay được dùng với cách gọi khác là *lean against the wind*: lựa theo chiều gió, với ý là NHTW sẽ cần tăng lãi suất lên mức cao hơn bình thường để hạ nhiệt tín dụng, châm thủng bong bóng trước khi nó kịp to hơn.

Việc liệu các ngân hàng trung ương có nên cố gắng châm nổ bong bóng hay không, đã được tranh luận sôi nổi trước cuộc khủng hoảng tài chính toàn cầu, và quan điểm của Alan Greenspan là phản đối những hành động như vậy. Vị thế của Greenspan đã gây ảnh

hưởng lớn trong giới ngân hàng trung ương trước cuộc khủng hoảng. Tuy nhiên, cuộc khủng hoảng đã khiến các nhà kinh tế đánh giá lại quan điểm này, và chúng ta cùng xem các lập luận ủng hộ và phản đối bên dưới.

Phản đối: Tại sao các ngân hàng trung ương không nên cố gắng châm nổ bong bóng giá tài sản mà chỉ nên dọn dẹp sau khi chúng vỡ Lập luận của Alan Greenspan rằng các ngân hàng trung ương không nên châm nổ bong bóng được gọi là "học thuyết Greenspan". Học thuyết của ông phản ánh qua năm luận điểm:

1. Gần như không thể xác định được bong bóng giá tài sản. Nếu các ngân hàng trung ương hoặc các quan chức chính phủ biết rằng bong bóng đang diễn ra, có lẽ những thành viên thị trường cũng biết? Nếu vậy, bong bóng sẽ khó có thể phát triển, bởi vì những người tham gia thị trường sẽ biết rằng giá đang vượt xa khỏi các giá trị cơ bản. Trừ khi các quan chức ngân hàng trung ương hoặc chính phủ thông minh hơn những người tham gia thị trường, một tình huống khó xảy ra với sự hiểu biết của những thành viên thị trường đặc biệt tài năng (và có thu nhập cao), họ sẽ khó xác định khi nào xảy ra bong bóng kiểu này. Do vậy việc không phản ứng với các bong bóng mới ở dạng nghi ngờ có căn cứ rõ ràng.
2. Mặc dù một số phân tích kinh tế cho thấy việc tăng lãi suất có thể làm giảm sự tăng giá của tài sản, nhưng việc tăng lãi suất lại không chắc sẽ hiệu quả trong việc hạn chế bong bóng bởi vì những thành viên thị trường cũng mong đợi tỷ suất sinh lợi cao từ việc mua các tài sản do bong bóng. Hơn nữa, việc tăng lãi suất thường được coi là nguyên nhân khiến bong bóng vỡ nghiêm trọng hơn, do đó làm tăng thiệt hại cho nền kinh tế. Một cách lý giải khác là bong bóng là sự chệch khỏi hành vi bình thường và không thực tế khi kỳ vọng rằng các công cụ thông thường của chính sách tiền tệ sẽ có hiệu quả trong điều kiện bất thường.
3. Có nhiều giá tài sản khác nhau và tại bất kỳ thời điểm nào, có thể bong bóng chỉ xuất hiện trong một phần nhỏ của thị trường tài sản. Trong trường hợp như vậy các công cụ chính sách tiền tệ rất thiếu hiệu quả, vì có khả năng những hành động đó sẽ ảnh hưởng đến mặt bằng giá nói chung, chứ không phải giá của chính các tài sản đang trải qua bong bóng.
4. Các hành động chính sách tiền tệ nhằm châm nổ bong bóng có thể có những tác động có hại đến tổng thể nền kinh tế. Nếu lãi suất được nâng lên đáng kể nhằm hạn chế bong bóng, nền kinh tế sẽ tăng trưởng chậm lại, người dân sẽ mất việc làm và lạm phát có thể giảm xuống dưới mức mong muốn. Như các luận điểm 2 và 3 cho thấy, lãi suất cần thiết để châm nổ bong bóng có thể cao đến mức sẽ tạo ra chi phí lớn cho người lao động và nền kinh tế. Nói vậy không có nghĩa là chính sách tiền tệ không nên phản ứng với giá tài sản. Mức giá tài sản ảnh hưởng đến tổng cầu (được thảo luận trong Chương 25) và do đó ảnh hưởng đến sự phát triển của nền kinh tế. Chính sách tiền tệ nên phản ứng với những biến động của giá tài sản ở mức độ ảnh hưởng chúng đến lạm phát và hoạt động kinh tế.
5. Miễn là các nhà hoạch định chính sách phản ứng kịp thời, bằng cách nới lỏng chính sách tiền tệ một cách quyết liệt sau khi bong bóng tài sản vỡ, tác hại của bong bóng vỡ có thể được giữ ở mức có thể kiểm soát được. Fed của Greenspan đã hành động chính xác như vậy sau sự sụp đổ của thị trường chứng khoán năm 1987 và sự bùng nổ của bong bóng công nghệ trên thị trường chứng khoán năm 2000. Sự nới lỏng quyết liệt sau khi bong bóng thị trường chứng khoán vỡ năm 1987 và 2000 đã rất thành công. Nền kinh tế đã không rơi vào suy thoái sau sự sụp đổ của thị trường chứng khoán năm 1987, và cuộc suy thoái sau vụ nổ bong bóng công nghệ năm 2000 là rất nhẹ.

Ủng hộ: Tại sao các ngân hàng trung ương nên châm nổ bong bóng Cuộc khủng hoảng tài chính gần đây đã chứng minh rõ ràng rằng sự tan vỡ của bong bóng bơm bởi tín dụng có thể không chỉ cực kỳ tốn kém mà còn rất khó để làm sạch. Hơn nữa, bong bóng bơm bởi tín dụng có thể xảy ra ngay cả khi giá cả và sản lượng ổn định trong thời kỳ

trước đó. Như chúng ta đã thấy, sự ổn định về giá cả và sản lượng thực sự có thể dẫn tới bong bóng bơm bởi tín dụng bởi vì chúng khiến những người tham gia thị trường đánh giá thấp mức độ rủi ro hiện có trong nền kinh tế. Do vậy, khủng hoảng tài chính toàn cầu là một ví dụ rõ ràng cho việc lựa theo các bong bóng tiềm tàng hơn là chỉ dọn dẹp sau khi chúng đã vỡ.

Tuy nhiên, sự phân biệt giữa hai loại bong bóng, một trong số đó (bơm bởi tín dụng) gây tốn kém cho nền kinh tế hơn nhiều so với loại kia, cho thấy rằng cuộc tranh luận *lean versus clean* có thể đã bị hiểu sai. Thay vì lựa theo bong bóng giá tài sản tiềm tàng, bao gồm cả bong bóng kiểu tăng giá phi lý và bơm bởi tín dụng, việc phải lựa theo bùng nổ tín dụng là cần thiết hơn nhiều, tức là chỉ lựa theo bong bóng giá tài sản bơm bởi tín dụng chứ không lựa theo bong bóng giá tài sản được thúc đẩy bởi sự phóng đại phi lý. Việc xác định bùng nổ tín dụng dễ dàng hơn nhiều so với bong bóng giá tài sản. Khi bong bóng giá tài sản đang tăng nhanh cùng lúc tín dụng bùng nổ, thì có khả năng cao là giá tài sản đang đi chệch khỏi các giá trị cơ bản vì các tiêu chuẩn tín dụng lỏng lẻo đang khiến giá tài sản tăng lên. Trong trường hợp này, các quan chức ngân hàng trung ương hoặc chính phủ có nhiều khả năng xác định rằng một đợt bùng nổ đang diễn ra; là trường hợp đã xảy ra trong thời kỳ bong bóng thị trường nhà đất ở Hoa Kỳ, khi các ngân hàng trung ương và các quan chức chính phủ nhận thấy rằng những người cho vay đã hạ các tiêu chuẩn cho vay và việc mở rộng tín dụng trên thị trường thế chấp đang tăng với tỷ lệ cao bất thường.

Lập luận nên lựa theo bong bóng bơm bởi tín dụng có vẻ mạnh mẽ, nhưng những chính sách nào sẽ hiệu quả nhất để hạn chế những bong bóng đó?

Các chính sách thận trọng vĩ mô Trước tiên, cần phải thừa nhận rằng nguyên tắc quan trọng trong việc thiết kế các chính sách hiệu quả để chống lại bùng nổ tín dụng là các chính sách đó phải hạn chế việc hấp thụ rủi ro quá mức. Chỉ khi có hấp thụ rủi ro quá mức thì bùng nổ tín dụng mới có khả năng phát triển, và do đó, lẽ tự nhiên là phải tìm đến các biện pháp quản lý thận trọng để hạn chế bùng nổ tín dụng. Chính sách điều tiết ảnh hưởng đến những gì đang diễn ra trên tổng thể thị trường tín dụng được gọi là **điều tiết thận trọng vĩ mô** và dường như nó là công cụ phù hợp để kiềm chế bong bóng bơm bởi tín dụng.

Việc điều tiết và giám sát tài chính, của các ngân hàng trung ương hoặc các tổ chức khác của chính phủ, với các yếu tố thông thường của một hệ thống quản lý và giám sát an toàn hoạt động tốt, như được mô tả trong Chương 10, có thể ngăn chặn việc hấp thụ rủi ro quá mức có nguy cơ gây ra bùng nổ tín dụng, và dẫn đến bong bóng giá tài sản. Các yếu tố này bao gồm các yêu cầu về công bố thông tin đầy đủ và về vốn, hành động khắc phục nhanh chóng, giám sát chặt chẽ các thủ tục quản lý rủi ro của các định chế tài chính và giám sát chặt chẽ để thực thi tuân thủ các quy định. Nhìn chung, quy định điều tiết nên tập trung vào việc ngăn chặn các chu kỳ đòn bẩy. Như cuộc khủng hoảng tài chính toàn cầu đã chứng minh, sự gia tăng giá tài sản đi kèm với bùng nổ tín dụng dẫn đến vùng đệm vốn cao hơn tại các định chế tài chính, hỗ trợ cho vay thêm trong bối cảnh các yêu cầu về vốn không thay đổi, dẫn đến giá tài sản cao hơn, v.v. khi phá sản, giá trị vốn giảm mạnh, dẫn đến cắt giảm cho vay. Các yêu cầu về vốn phản chu kỳ, nghĩa là, được điều chỉnh tăng lên trong thời kỳ bùng nổ và giảm xuống trong thời kỳ phá sản, có thể giúp loại bỏ các vòng lặp phản hồi nguy hại thúc đẩy bong bóng bơm bởi tín dụng.

Giá tài sản tăng nhanh kèm theo bùng nổ tín dụng cung cấp tín hiệu cho thấy những sụp đổ của thị trường hoặc sự giám sát và quản lý tài chính kém có thể khiến bong bóng hình thành. Sau đó, các ngân hàng trung ương và các cơ quan quản lý khác của chính phủ có thể xem xét thực hiện các chính sách nhằm kiềm chế tăng trưởng tín dụng một cách trực tiếp hoặc có thể thực hiện các biện pháp để đảm bảo các tiêu chuẩn tín dụng đủ cao.

Chính sách tiền tệ Thực tế việc các chính sách lãi suất thấp của Cục Dự trữ Liên bang từ năm 2002 đến 2005 đã dẫn đến hấp thụ rủi ro quá mức cho thấy rằng chính sách tiền tệ quá nới lỏng có thể thúc đẩy sự bất ổn tài chính, như đã được thảo luận trong Chương 12. Mặc dù không thể kết luận rằng Cục Dự trữ Liên bang là nguyên nhân chủ yếu gây ra

bong bóng nhà đất, nghiên cứu cho thấy rằng lãi suất thấp có thể khuyến khích việc hấp thụ rủi ro quá mức, trong cái được gọi là "kênh hấp thụ rủi ro của chính sách tiền tệ". Lãi suất thấp có thể làm tăng động cơ khiến các nhà quản lý tài sản của các định chế tài chính tìm kiếm lợi suất cao hơn và do đó tăng cường hấp thụ rủi ro. Lãi suất thấp cũng có thể làm tăng nhu cầu về tài sản, nâng giá của chúng và dẫn đến tăng giá trị tài sản thế chấp, do đó khuyến khích người cho vay cho những người rủi ro hơn vay tiền.

Kênh hấp thụ rủi ro của chính sách tiền tệ cho thấy chính sách tiền tệ nên được sử dụng để chống lại bùng nổ tín dụng. Tuy nhiên, nhiều ý kiến phản đối của học thuyết Greenspan đối với việc sử dụng chính sách tiền tệ để châm nổ bong bóng vẫn có tính đúng đắn, vì vậy liệu có tốt hơn nếu sử dụng giám sát thận trọng vĩ mô để hạn chế bùng nổ tín dụng, và chính sách tiền tệ tập trung vào ổn định giá cả và sản lượng?

Lập luận này sẽ khá mạnh mẽ nếu các chính sách thận trọng vĩ mô có thể phát huy tác dụng. Tuy nhiên, có những nghi ngờ về điểm này. Giám sát thận trọng phải chịu nhiều áp lực chính trị hơn chính sách tiền tệ vì nó ảnh hưởng trực tiếp hơn đến lợi nhuận của các định chế tài chính. Do đó, các định chế này có nhiều động lực hơn để vận động các chính trị gia quay lưng với các chính sách thận trọng vĩ mô nhằm kiềm chế bùng nổ tín dụng, đặc biệt là trong thời kỳ bùng nổ tín dụng, khi họ đang kiếm được nhiều tiền nhất. Ngoài ra, các định chế tài chính thường rất giỏi trong việc tìm ra các kẽ hở để tránh quy định, như chúng ta đã tìm hiểu trong Chương 11, và do đó, giám sát thận trọng vĩ mô có thể không hiệu quả. Khả năng các chính sách thận trọng vĩ mô có thể không được thực hiện đủ tốt để hạn chế bùng nổ tín dụng cho thấy rằng thay vào đó, có thể phải sử dụng chính sách tiền tệ.

Một bài học quan trọng từ cuộc khủng hoảng tài chính toàn cầu là các ngân hàng trung ương và các cơ quan quản lý khác không nên có thái độ thoải mái mặc cho bong bóng bơm bởi tín dụng phát triển mà không có bất kỳ phản ứng nào. Tuy nhiên, tìm ra cách làm tốt là một nhiệm vụ thực sự khó khăn.

CHIẾN THUẬT: LỰA CHỌN CÔNG CỤ CHÍNH SÁCH

Giờ khi đã quen với các chiến lược khác nhau để thực hiện chính sách tiền tệ, chúng ta hãy cùng tìm hiểu cách chính sách tiền tệ được thực hiện hàng ngày. Các ngân hàng trung ương trực tiếp kiểm soát các công cụ của chính sách tiền tệ—nghiệp vụ thị trường mở, yêu cầu dự trữ, lãi suất chiết khấu, lãi suất dự trữ, mua tài sản quy mô lớn và điều hướng kỳ hạn—nhưng việc biết các công cụ và chiến lược thực hiện chính sách tiền tệ vẫn không cho chúng ta biết chính sách đó là nới lỏng hay thắt chặt. Để xác định một chính sách là nới lỏng hay thắt chặt, chúng ta có thể quan sát **công cụ chính sách** (còn gọi là **công cụ điều hành**), một biến số phản ứng với các công cụ của ngân hàng trung ương và cho biết lập trường (nới lỏng hay thắt chặt) của chính sách tiền tệ. Một ngân hàng trung ương như Fed có hai loại công cụ chính sách cơ bản: phép đo tổng dự trữ (toàn bộ dự trữ, dự trữ không vay, cơ sở tiền tệ và cơ sở không vay) và lãi suất (lãi suất quỹ liên bang và lãi suất ngắn hạn khác). (Các ngân hàng trung ương ở các nước nhỏ có thể chọn một công cụ chính sách khác, tỷ giá hối đoái, nhưng chúng ta sẽ bàn về chủ đề này ở Chương 18.) Công cụ chính sách này có thể được liên kết với một **mục tiêu trung gian**, chẳng hạn như tổng cung tiền M2 hoặc lãi suất dài hạn. Các mục tiêu trung gian nằm giữa công cụ chính sách và các mục tiêu (cuối)* của chính sách tiền tệ (ví dụ: ổn định giá cả, tăng trưởng sản lượng); chúng không bị ảnh hưởng trực tiếp bởi các công cụ của chính sách tiền tệ nhưng có thể liên kết chặt chẽ hơn với các mục tiêu của chính sách tiền tệ. Để hỗ trợ nghiên cứu, Hình 2 cho thấy một sơ đồ về mối liên hệ giữa các công cụ của chính sách tiền tệ, công cụ chính sách, các mục tiêu trung gian và các mục tiêu cuối của chính sách tiền tệ.

* Chúng ta có thể gọi từ *goal* là mục tiêu cuối của chính sách tiền tệ, nhưng có lẽ để phù hợp với thuật ngữ chính sách tiền tệ mục tiêu, chỉ dịch là mục tiêu sẽ vẫn hợp lý hơn. Như vậy chúng ta có mối quan hệ kết nối công cụ (*tools*) → công cụ chính sách (*policy instruments*) → mục tiêu trung gian (*intermediate target*) → mục tiêu (*goal*).

Ví dụ, giả sử các mục tiêu về việc làm và lạm phát của ngân hàng trung ương phù hợp với tốc độ tăng trưởng GDP danh nghĩa là 5%. Ngân hàng trung ương có thể tin rằng tốc

MyLab Economics Bài giảng Mini

Công cụ của Ngân hàng Trung ương		Công cụ chính sách		Mục tiêu trung gian		Mục tiêu (cuối)
Nghiệp vụ thị trường mở Chính sách chiết khấu Yêu cầu dự trữ Lãi suất dự trữ Mua tài sản quy mô lớn Điều hướng kỳ hạn	→	Tổng dự trữ (dự trữ, dự trữ không vay, cơ sở tiền tệ, cơ sở không vay) Lãi suất ngắn hạn (ví dụ như lãi suất quỹ liên bang)	→	Tổng tiền tệ (M1, M2) Lãi suất (ngắn hạn và dài hạn)	→	Giá cả ổn định Tạo việc làm Tăng trưởng kinh tế Thị trường tài chính ổn định Ổn định lãi suất Thị trường ngoại hối ổn định

HÌNH 2 Mối liên hệ giữa các Công cụ của Ngân hàng Trung ương, Công cụ Chính sách, Các Mục tiêu Trung gian và Mục tiêu (cuối) của Chính sách Tiền tệ

Các công cụ của ngân hàng trung ương được sử dụng để thay đổi công cụ chính sách nhằm đạt được mục tiêu trung gian và sau đó là mục tiêu của chính sách tiền tệ.

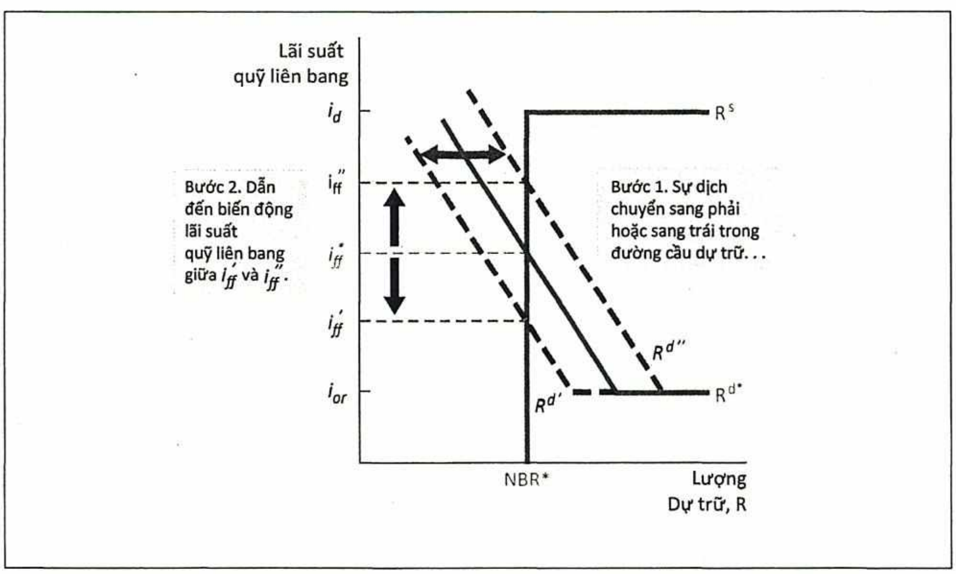
độ tăng trưởng GDP danh nghĩa 5% sẽ đạt được bằng tốc độ tăng trưởng 4% của M2 (một mục tiêu trung gian), mục tiêu này đạt được từ tốc độ tăng trưởng 3% của dự trữ không vay (công cụ chính sách). Ngoài ra, ngân hàng trung ương có thể tin rằng cách tốt nhất để đạt được các mục tiêu của mình là ấn định lãi suất quỹ liên bang (một công cụ chính sách) ở mức 4%. Ngân hàng trung ương có thể xác định mục tiêu cho các công cụ chính sách dự trữ không vay và lãi suất quỹ liên bang cùng một lúc không? Câu trả lời là không. Việc áp dụng phân tích cung và cầu đối với thị trường dự trữ, được xây dựng trong Chương 15, giải thích tại sao một ngân hàng trung ương phải đưa ra sự lựa chọn.

MyLab Economics Bài giảng Mini

HÌNH 3

Kết quả của việc định vị mục tiêu vào dự trữ không vay

Định vị mục tiêu vào dự trữ không vay *NBR** sẽ dẫn đến sự dao động trong lãi suất quỹ liên bang giữa i'_{ff} và i''_{ff} do sự biến động trong cầu dự trữ giữa $R^{d'}$ và $R^{d''}$.

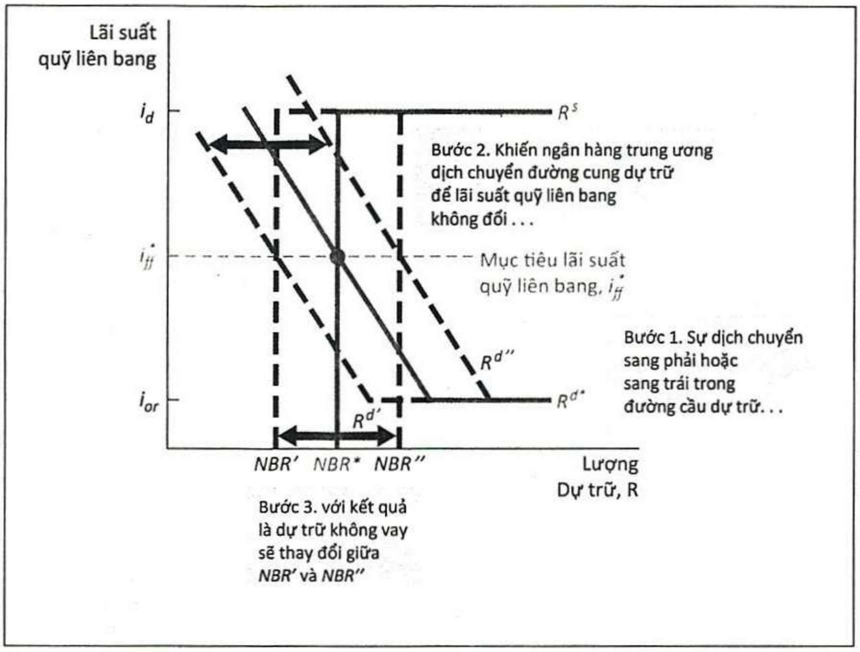


MyLab Economics Bài giảng Mini

HÌNH 4

Kết quả của định vị mục tiêu vào Lãi suất quỹ Liên bang

Định vị mục tiêu vào lãi suất i*ff sẽ dẫn đến sự dao động trong dự trữ không vay giữa *NBR'* và *NBR''* vì sự dao động trong nhu cầu dự trữ giữa $R^{d'}$ và $R^{d''}$.



Trước tiên, hãy xem tại sao việc chọn một mục tiêu tổng dự trữ lại không thể đi cùng với khả năng kiểm soát lãi suất. Hình 3 là sơ đồ cung cầu của thị trường dự trữ. Mặc dù ngân hàng trung ương dự kiến đường cầu dự trữ sẽ ở R^{d*}, nhưng nó dao động giữa $R^{d'}$ và $R^{d''}$ vì những biến động bất ngờ trong tiền gửi (và cùng với đó là dự trữ bắt buộc) và những thay đổi trong mong muốn dự trữ vượt mức của các ngân hàng. Nếu ngân hàng trung ương định vị mục tiêu dự trữ không vay là *NBR** (giả sử vì ngân hàng trung ương có tốc độ tăng trưởng cung tiền mục tiêu là 4%), thì ngân hàng này kỳ vọng rằng lãi suất quỹ liên bang sẽ là i^*_{ff}. Tuy nhiên, như hình vẽ chỉ ra, sự dao động trong đường cầu dự trữ giữa $R^{d'}$ và $R^{d''}$ sẽ dẫn đến sự biến động trong tỷ giá quỹ liên bang giữa i'_{ff} và i''_{ff}. Định vị vào mục tiêu tổng dự trữ nghĩa là lãi suất sẽ biến động.

Biểu đồ cung cầu trong Hình 4 cho thấy hậu quả của việc định vị mục tiêu lãi suất ở mức i^*_{ff}. Lần này, ngân hàng trung ương dự kiến đường cầu dự trữ sẽ ở R^{d*}, nhưng nó sẽ dao động giữa $R^{d'}$ và $R^{d''}$ do những thay đổi bất ngờ trong tiền gửi hoặc ngân hàng muốn giữ dự trữ vượt mức. Nếu đường cầu tăng lên $R^{d''}$, lãi suất quỹ liên bang sẽ bắt đầu tăng lên trên i^*_{ff} và ngân hàng trung ương sẽ mua trái phiếu trên thị trường mở cho đến khi nguồn cung dự trữ không vay tăng lên *NBR''*, tại thời điểm đó lãi suất quỹ liên bang cân bằng sẽ trở lại i^*_{ff}. Ngược lại, nếu đường cầu giảm xuống $R^{d'}$ và lãi suất quỹ liên bang giảm xuống, ngân hàng trung ương sẽ bán trên thị trường mở cho đến khi dự trữ không vay giảm xuống *NBR''* và lãi suất quỹ liên bang trở về i^*_{ff}. Do đó, ngân hàng trung ương định vị mục tiêu lãi suất sẽ dẫn đến lượng dự trữ không vay và cung tiền biến động.

Kết luận từ phân tích cung cầu là các mục tiêu về lãi suất và tổng dự trữ (tiền tệ) không tương thích với nhau. Ngân hàng trung ương có thể chọn một trong hai, nhưng không thể cả hai. Vì phải đưa ra lựa chọn giữa chúng, ta cần xem xét những tiêu chí nào nên được sử dụng để lựa chọn một công cụ chính sách.

Tiêu chí để chọn công cụ chính sách

Ba tiêu chí được áp dụng khi lựa chọn một công cụ chính sách: Công cụ đó phải có thể quan sát và đo lường được, phải được kiểm soát bởi ngân hàng trung ương và phải có tác động dự đoán được đối với các mục tiêu.

Khả năng quan sát và khả năng đo lường Khả năng quan sát nhanh chóng và đo lường chính xác một công cụ chính sách là cần thiết vì một công cụ chỉ hữu ích nếu nó báo hiệu lập trường chính sách một cách nhanh chóng. Phép đo dự trữ ví dụ như dự trữ không vay có thể dễ dàng đo lường, nhưng có độ trễ trong việc báo cáo tổng dự trữ (trễ hai tuần). Ngược lại, lãi suất ngắn hạn (như lãi suất quỹ liên bang) không chỉ dễ đo lường mà còn có thể quan sát được ngay lập tức. Do đó, có vẻ như lãi suất dễ quan sát và đo lường hơn dự trữ và do đó là một công cụ chính sách tốt hơn.

Tuy nhiên, như chúng ta đã tìm hiểu trong Chương 4, lãi suất dễ đo lường và quan sát nhất là lãi suất danh nghĩa. Nó lại không phải là thước đo tốt của chi phí vay thực tế, cho thấy chắc chắn hơn điều gì sẽ xảy ra với GDP thực tế. Chi phí vay thực tế được đo lường chính xác hơn bằng lãi suất thực - tức là lãi suất danh nghĩa được điều chỉnh theo lạm phát kỳ vọng ($i_r = i - \pi^e$). Rất tiếc, cực kỳ khó đo lường lãi suất thực bởi vì chúng ta không thể đo lường lạm phát kỳ vọng một cách trực tiếp. Vì cả lãi suất và dự trữ đều có vấn đề về khả năng quan sát và đo lường, do đó không rõ nên ưu tiên biến số nào hơn như một công cụ chính sách.

Khả năng kiểm soát Ngân hàng trung ương phải có khả năng kiểm soát hiệu quả một biến số nếu muốn nó trở thành một công cụ chính sách hữu ích. Nếu ngân hàng trung ương không thể kiểm soát công cụ chính sách, thì việc biết rằng công cụ này đang đi chệch hướng sẽ chẳng có tác dụng gì vì ngân hàng trung ương không có cách nào để đưa nó trở lại đúng hướng.

Do sự chuyển dịch liên tục của khối lượng tiền giấy, phép đo tổng dự trữ, chẳng hạn như dự trữ không vay, không hoàn toàn có thể kiểm soát được. Ngược lại, Fed có thể kiểm soát lãi suất ngắn hạn, chẳng hạn như lãi suất quỹ liên bang, rất chặt chẽ. Do đó, có vẻ như lãi suất ngắn hạn sẽ thắng tổng dự trữ nếu so về khả năng kiểm soát. Tuy nhiên, một ngân hàng trung ương không thể thiết lập lãi suất thực ngắn hạn vì nó không kiểm soát được kỳ vọng lạm phát. Một lần nữa, không thể đưa ra một kết luận rõ ràng rằng lãi suất ngắn hạn được ưu tiên hơn tổng dự trữ hay ngược lại cho vai trò của một công cụ chính sách.

Tác động có thể dự đoán được đối với các mục tiêu Đặc điểm quan trọng nhất của công cụ chính sách là nó phải có tác động có thể dự đoán được đối với mục tiêu (cuối) như tạo việc làm hoặc ổn định giá cả. Nếu một ngân hàng trung ương có thể đo lường chính xác và nhanh chóng giá trà ở Trung Quốc và hoàn toàn có thể kiểm soát giá của nó, thì điều đó có ích lợi gì? Ngân hàng trung ương không thể sử dụng giá trà ở Trung Quốc để tác động đến tỷ lệ thất nghiệp hoặc mức giá ở nước mình. Bởi vì khả năng ảnh hưởng đến các mục tiêu của một công cụ chính sách là là minh chứng rõ ràng nhất cho tính hữu dụng của nó, nên sức mạnh của mối liên hệ giữa tổng dự trữ hoặc tiền tệ và các mục tiêu (sản lượng, việc làm và lạm phát) hoặc mặt khác, giữa lãi suất và các mục tiêu này, chính là chủ đề của nhiều nghiên cứu và tranh luận. Trong những năm gần đây, hầu hết các ngân hàng trung ương đều kết luận rằng mối liên hệ giữa lãi suất và các mục tiêu (cuối) ví dụ như lạm phát mạnh hơn mối liên hệ giữa tổng dự trữ và lạm phát. Vì lý do này, các ngân hàng trung ương trên toàn thế giới hiện nay thường sử dụng lãi suất ngắn hạn làm công cụ chính sách của họ.

CHIẾN THUẬT: QUY TẮC TAYLOR

Như chúng ta đã thấy, Cục Dự trữ Liên bang và hầu hết các ngân hàng trung ương khác hiện đang tiến hành chính sách tiền tệ bằng cách ấn định mục tiêu cho lãi suất ngắn hạn như lãi suất quỹ liên bang. Nhưng mục tiêu này nên được chọn như thế nào?

John Taylor của Đại học Stanford đã đưa ra một câu trả lời, được gọi là **quy tắc Taylor**. Quy tắc Taylor chỉ ra rằng lãi suất quỹ liên bang phải được xác định bằng tỷ lệ lạm phát cộng với lãi suất quỹ liên bang thực "cân bằng" (lãi suất quỹ liên bang thực phù hợp với toàn dụng lao động trong thời gian dài) cộng với mức trung bình có trọng số của hai chênh lệch: (1) chênh lệch lạm phát, bằng lạm phát hiện tại trừ đi tỷ lệ mục tiêu; và (2) chênh lệch sản lượng, bằng độ lệch phần trăm của GDP thực tế so với ước tính về mức tiềm năng (tỷ lệ tự nhiên) của nó.[11]

Quy tắc này có thể được viết như sau:

Lãi suất mục tiêu quỹ liên bang = tỷ lệ lạm phát + lãi suất quỹ liên bang thực cân bằng + ½ (chênh lệch lạm phát) + ½ (chênh lệch sản lượng)

Taylor giả định lãi suất quỹ liên bang thực cân bằng là 2% và mục tiêu thích hợp cho lạm phát là 2%, với trọng số bằng 1 cho chênh lệch lạm phát và sản lượng. Ví dụ bằng số về quy tắc Taylor là, giả sử tỷ lệ lạm phát ở mức 3%, dẫn đến chênh lệch lạm phát dương là 1% (= 3% - 2%) và GDP thực tế cao hơn 1% so với tiềm năng của nó, dẫn đến giá trị chênh lệch sản lượng dương 1%. Khi đó, quy tắc Taylor gợi ý rằng lãi suất quỹ liên bang nên được xác định ở mức 6% [lạm phát 3% + lãi suất quỹ liên bang thực cân bằng 2% + ½ (chênh lệch lạm phát 1%) + ½ (chênh lệch sản lượng 1%)].

Một đặc điểm quan trọng của quy tắc Taylor là hệ số của chênh lệch lạm phát, ½, là dương. Nếu tỷ lệ lạm phát tăng thêm 1 điểm phần trăm, thì mục tiêu quỹ liên bang sẽ tăng thêm 1,5 điểm phần trăm, và do đó, nó tăng mạnh hơn mức tỷ lệ 1-1*. Nói cách khác, lạm phát tăng 1 điểm phần trăm dẫn đến lãi suất quỹ liên bang thực tăng lên 1 điểm phần trăm**. Nguyên tắc các cơ quan quản lý tiền tệ nên tăng lãi suất danh nghĩa nhiều hơn mức tăng tỷ lệ lạm phát đã được đặt tên là **nguyên tắc Taylor**, và nó rất quan trọng đối với sự thành công của chính sách tiền tệ. Giả sử rằng nguyên tắc Taylor không được tuân thủ và sự gia tăng của lãi suất danh nghĩa nhỏ hơn sự gia tăng của tỷ lệ lạm phát, do đó lãi suất thực tế *giảm* khi lạm phát tăng. Khi đó bất ổn nghiêm trọng sẽ phát sinh, vì lạm phát tăng dẫn đến nới lỏng thực tế của chính sách tiền tệ, sau đó dẫn đến lạm phát thậm chí còn cao hơn trong tương lai. Đây là kịch bản đặc trưng cho chính sách tiền tệ của những năm 1970, dẫn đến mất điểm neo danh nghĩa và kỷ nguyên của "Đại lạm phát", khi tỷ lệ lạm phát tăng lên mức hai con số. May mắn là kể từ năm 1979, nguyên tắc Taylor đã trở thành một đặc trưng của chính sách tiền tệ, với kết quả tốt hơn nhiều trên cả mặt trận lạm phát và tổng sản lượng.

* Hãy lưu ý rằng trong công thức Taylor, lạm phát xuất hiện ở 2 mục, đó là lạm phát và chênh lệch lạm phát, do vậy một sự gia tăng của lạm phát dẫn tới 2 tác động làm gia tăng lãi suất quỹ liên bang. Với phiên bản đơn giản của quy tắc Taylor ở đây, ta có thể viết lại thành: lãi suất mục tiêu = 1 + 1,5 x lạm phát + 0,5 x chênh lệch sản lượng.

** Ở điểm này, lập luận của tác giả có vẻ chưa được hợp lý. Nếu lạm phát tăng 1% làm cho lãi suất danh nghĩa tăng 1,5% như tác giả đã phân tích, thì theo phương trình Fisher lãi suất thực chỉ nên tăng 0,5% mới đúng!

Một số nhà kinh tế cho rằng sự hiện diện của chênh lệch sản lượng trong quy tắc Taylor cho thấy Fed không chỉ quan tâm đến việc kiểm soát lạm phát mà còn về việc giảm thiểu biến động chu kỳ kinh doanh của sản lượng xung quanh mức tiềm năng của nó. Quan tâm đến cả biến động lạm phát và sản lượng phù hợp với nhiệm vụ kép của Fed và với nhiều tuyên bố của các quan chức Cục Dự trữ Liên bang rằng kiểm soát lạm phát và ổn định sản lượng thực là những mối quan tâm trọng yếu của Fed.

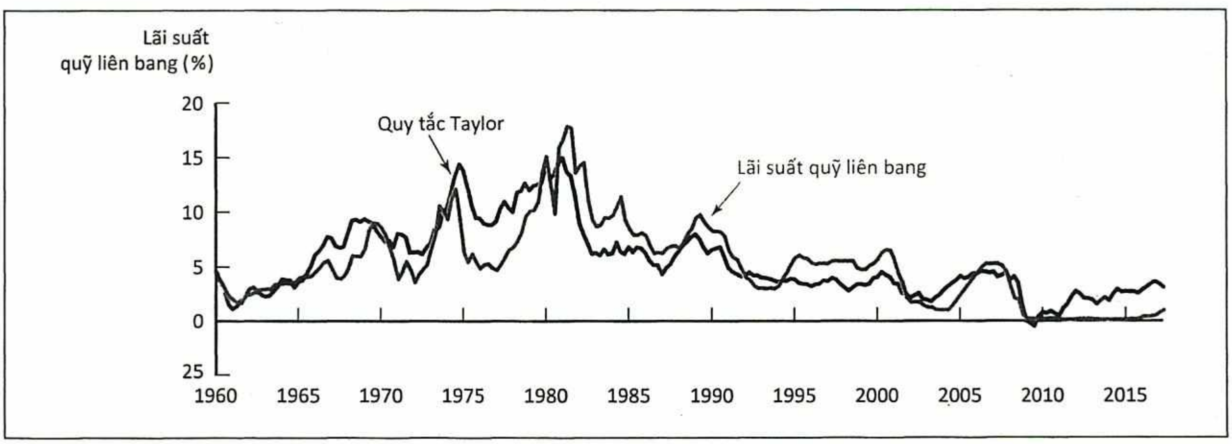
Một cách giải thích khác về sự hiện diện của chênh lệch sản lượng trong quy tắc Taylor là chênh lệch sản lượng là một chỉ báo của lạm phát trong tương lai, như được mô tả trong **lý thuyết đường Phillips**. Lý thuyết đường cong Phillips phát biểu rằng những thay đổi trong lạm phát bị ảnh hưởng bởi tình trạng tương đối của nền kinh tế so với khả năng sản xuất của nó, cũng như bởi các yếu tố khác. Khả năng sản xuất này có thể được đo lường bằng GDP tiềm năng, là một hàm của tỷ lệ thất nghiệp tự nhiên, được định nghĩa

[11]Công thức ban đầu của quy tắc Taylor có trong John B. Taylor, "Discretion Versus Policy Rules in Practice," Carnegie-Rochester Conference Series on Public Policy 39 (1993): 195–214. Tuu nhiên, một thảo luận với cách tiếp cận lịch sử, dễ hình dung hơn có trong John B. Taylor, "A Historical Analysis of Monetary Policy Rules," trong Monetary Policy Rules, ed., John B. Taylor (Chicago: University of Chicago Press, 1999), pp. 319–341.

là tỷ lệ thất nghiệp phù hợp với toàn dụng lao động. Một khái niệm liên quan là **NAIRU - nonaccelerating inflation rate of unemployment**, tỷ lệ thất nghiệp không gia tăng lạm phát, được định nghĩa là tỷ lệ thất nghiệp mà tại đó lạm phát không có xu hướng thay đổi. Nói một cách đơn giản, lý thuyết cho rằng khi tỷ lệ thất nghiệp cao hơn NAIRU, với sản lượng dưới mức tiềm năng, lạm phát sẽ giảm, nhưng khi thấp hơn NAIRU, với sản lượng trên tiềm năng, lạm phát sẽ tăng. Trước năm 1995, NAIRU được cho là vào khoảng 6%. Tuy nhiên, với việc tỷ lệ thất nghiệp giảm xuống mức khoảng 4% vào cuối những năm 1990, lạm phát không tăng (và thậm chí giảm nhẹ), một số nhà phê bình đã đặt câu hỏi về giá trị của lý thuyết đường Phillips. Họ cho rằng lý thuyết đường Phillips không còn đúng nữa hoặc ngược lại, họ thấy một sự bất định lớn trong giá trị của NAIRU, có thể đã giảm xuống dưới 5% vì những lý do không hoàn toàn rõ ràng. Lý thuyết đường cong Phillips hiện đang gây nhiều tranh cãi và các nhà phê bình đặt câu hỏi liệu nó có nên được sử dụng như một hướng dẫn trong việc điều hành chính sách tiền tệ hay không.

Như Hình 5 cho thấy, quy tắc Taylor phát huy khá tốt, nhưng chưa hoàn hảo, khi mô tả việc Fed ấn định lãi suất quỹ liên bang sau khi Alan Greenspan trở thành chủ tịch Cục Dự trữ Liên bang vào năm 1987. (Lưu ý trong Hình 5 rằng quy tắc Taylor không mô tả chính xác sự biến động của lãi suất quỹ liên bang trong những năm 1970, điều này phản ánh thực tế là nguyên tắc Taylor không được tuân thủ vào thời điểm đó, điều này giải thích tại sao kết quả chính sách tiền tệ lại rất kém.) Điều này có nghĩa là Fed có nên sa thải tất cả các nhà kinh tế của mình và đơn giản sử dụng máy tính để tính toán ấn định quy tắc Taylor cho lãi suất quỹ liên bang không? Điều này chắc chắn sẽ tiết kiệm rất nhiều tiền cho người nộp thuế. Mặc dù Fed không sử dụng quy tắc Taylor để tính toán trực tiếp lãi suất quỹ liên bang, nhưng họ sử dụng quy tắc Taylor để cân nhắc cách điều hành chính sách tiền tệ (xem hộp Bên trong Fed "Việc sử dụng quy tắc Taylor của Fed"). Với thảo luận ở trên, không có gì ngạc nhiên khi quy tắc Taylor không giải thích tất cả các biến động trong lãi suất quỹ liên bang được nêu trong Hình 5. Vì lý do này, các định chế tài chính thuê "người theo dõi" Fed, như được mô tả trong hộp Bên trong Fed thứ hai.

MyLab Economics Dữ liệu thời gian thực



HÌNH 5 **Quy tắc Taylor cho Lãi suất quỹ Liên bang, 1960–2017**

Quy tắc Taylor mô tả khá tốt việc ấn định lãi suất quỹ liên bang của Fed sau khi Alan Greensspan trở thành chủ tịch Cục Dự trữ Liên bang vào năm 1987, nhưng lại không mô tả chính xác biến động của lãi suất quỹ liên bang trong những năm 1970.

Nguồn: Tính toán với cơ sở dữ liệu của Ngân hàng Dự trữ Liên bang St. Louis FRED: https://fred.stlouisfed.org/series/PCECTPI; https://fred.stlouisfed.org/series/GDPC1; https://fred.stlouisfed.org/series/GDPPOT; https://fred.stlouisfed.org/series/DFFGDPC1.

Bên trong Fed — Việc sử dụng Quy tắc Taylor của Fed

Tại sao Fed không đưa lãi suất quỹ liên bang vào chế độ lái tự động theo quy tắc Taylor, do máy tính điều khiển? Có vài lý do khiến Fed không làm vậy. Trước hết, không tồn tại mô hình hoàn hảo nào về nền kinh tế, vì vậy ngay cả những nhà kinh tế giỏi nhất và sáng suốt nhất cũng không thể biết chắc chắn chênh lệch sản lượng hiện tại tại mọi thời điểm. Vì nền kinh tế luôn thay đổi, các hệ số quy tắc Taylor không có khả năng luôn bất biến.

Ngay cả khi chúng ta có thể xác định chắc chắn mức chênh lệch sản lượng, thì chính sách tiền tệ vẫn là một hoạt động hướng tới tương lai, vì chính sách tiền tệ phải mất một thời gian dài mới có thể tác động đến nền kinh tế. Chính sách tiền tệ tốt đòi hỏi Fed phải dự báo lạm phát và hoạt động kinh tế sẽ đi tới đâu trong tương lai và sau đó điều chỉnh công cụ chính sách phù hợp. Do đó, Fed sẽ có phạm vi thông tin rộng hơn nhiều so với các biến được sử dụng trong quy tắc Taylor bao gồm chênh lệch lạm phát và sản lượng hiện tại, khi thiết lập chính sách của mình. Nói cách khác, việc điều hành chính sách tiền tệ là một nghệ thuật và cũng là khoa học, đòi hỏi cả sự phân tích cẩn thận và sự phán đoán của con người. Quy tắc Taylor loại bỏ tất cả tính nghệ thuật và do đó không thể tạo ra kết quả chính sách tiền tệ tốt nhất. Ví dụ, các cuộc khủng hoảng tài chính, chẳng hạn như cuộc khủng hoảng xảy ra từ năm 2007 đến năm 2009, đòi hỏi các hành động chính sách tiền tệ phức tạp vì những thay đổi trong chênh lệch tín dụng (chênh lệch giữa lãi suất chứng khoán có rủi ro tín dụng và không có rủi ro tín dụng) có thể làm thay đổi mức độ ảnh hưởng của lãi suất quỹ liên bang đến quyết định đầu tư và hoạt động kinh tế.

Điểm mấu chốt là việc chuyển chính sách tiền tệ sang chế độ lái tự động bằng cách sử dụng quy tắc Taylor với các hệ số cố định là không ổn. Tuy nhiên, dùng quy tắc Taylor để hướng dẫn cho chính sách tiền tệ thì vẫn rất ổn. Nếu đề xuất của công cụ chính sách rất khác với những thiết lập được đề xuất bởi quy tắc Taylor, các nhà hoạch định chính sách cần xác định một lý do chính đáng để đi chệch khỏi quy tắc này. Nếu không, như trong thời đại những năm 1970 khi Arthur Burns là chủ tịch Cục Dự trữ Liên bang, thì họ có thể mắc sai lầm. FOMC đã thực sự vận dụng ước tính quy tắc Taylor theo cách này — bằng cách dẫn chiếu những ước tính này để thông báo quyết định của họ về mục tiêu lãi suất quỹ liên bang.*

*Để thảo luận sâu hơn về việc FOMC sử dụng thực tế quy tắc Taylor trong việc cân nhắc chính sách của mình, đọc Pier Francesco Asso, George A. Kahn, and Robert Leeson, "The Taylor Rule and the Practice of Central Banking," Federal Reserve Bank of Kansas City Working Paper RWP 10-05 (February 2010).

Bên trong Fed — Người theo dõi Fed

Như chúng ta đã thấy, người đóng vai trò quan trọng nhất trong việc xác định lãi suất của Hoa Kỳ là Cục Dự trữ Liên bang. Khi Fed muốn bơm dự trữ vào hệ thống, họ sẽ tiến hành mua trái phiếu trên thị trường mở, một hành động khiến giá trái phiếu tăng và lãi suất giảm, ít nhất là trong ngắn hạn. Nếu Fed rút dự trữ khỏi hệ thống, họ sẽ bán trái phiếu, do đó làm giảm giá và tăng lãi suất của chúng. Do đó, biết những hành động mà Fed sẽ thực hiện có thể giúp các nhà đầu tư và các định chế tài chính dự đoán diễn biến lãi suất trong tương lai với độ chính xác cao hơn. Bởi vì, như chúng ta đã thấy, những thay đổi lãi suất có tác động lớn đến lợi nhuận của các nhà đầu tư và định chế tài chính, họ đặc biệt quan tâm đến việc theo sát hành vi của Fed. Để hỗ trợ thực hiện nhiệm vụ này, các định chế tài chính thuê người theo dõi Fed, là các chuyên gia về hành vi của Cục Dự trữ Liên bang, có thể đã từng làm việc trong Hệ thống Dự trữ Liên bang và do đó có góc nhìn trong cuộc về hoạt động của Cục Dự trữ Liên bang. Một người theo dõi Fed có thể dự đoán chính xác diễn biến của chính sách tiền tệ là rất có giá trị và những người theo dõi Fed thành công do đó thường kiếm được mức lương rất cao, trong khoảng cao của ngưỡng sáu con số và đôi khi còn cao hơn.

TÓM LƯỢC

1. Sáu mục tiêu cơ bản của chính sách tiền tệ là ổn định giá cả (mục tiêu hàng đầu), tạo việc làm (ổn định sản lượng), tăng trưởng kinh tế, ổn định thị trường tài chính, ổn định lãi suất và ổn định thị trường ngoại hối.
2. Một điểm neo danh nghĩa mạnh là yếu tố then chốt của một chính sách tiền tệ thành công. Một điểm neo danh nghĩa mạnh giúp thúc đẩy ổn định giá cả bằng cách giảm kỳ vọng lạm phát và hạn chế vấn đề tiền hậu bất nhất, trong đó các nhà hoạch định chính sách tiền tệ thực hiện chính sách tiền tệ theo cách tùy nghi, tập trung vào các mục tiêu ngắn hạn nhưng tạo ra kết quả kém dài hạn.
3. Lạm phát mục tiêu có một số ưu điểm: (1) Bằng cách tập trung các tranh luận chính trị vào lạm phát dài hạn, nó có thể làm giảm khả năng xảy ra vấn đề tiền hậu bất nhất; (2) nó được công chúng hiểu rõ và có tính minh bạch cao; (3) nó làm tăng trách nhiệm giải trình của ngân hàng trung ương; và (4) dẫn đến lạm phát ổn định hơn. Tuy nhiên, nó có một số nhược điểm: (1) Lạm phát không thể được kiểm soát dễ dàng bởi các cơ quan quản lý tiền tệ, và do đó mục tiêu lạm phát không gửi tín hiệu ngay lập tức đến công chúng và thị trường; (2) nó có thể khiến các nhà hoạch định chính sách áp đặt quy tắc cứng nhắc, mặc dù trong thực tế điều này chưa xảy ra; và (3) chỉ tập trung vào lạm phát có thể dẫn đến biến động sản lượng lớn hơn, hoặc tăng trưởng kinh tế thấp hơn, mặc dù điều này cũng chưa xảy ra trong thực tế.
4. Chiến lược chính sách tiền tệ của Cục Dự trữ Liên bang đã phát triển theo thời gian. Từ những năm 1980 đến năm 2006, Cục Dự trữ Liên bang đã đặt ra một điểm neo danh nghĩa ngầm định. Mặc dù đã thành công, chiến lược này thiếu minh bạch và không phù hợp với các nguyên tắc dân chủ. Dưới thời Ben Bernanke, Cục Dự trữ Liên bang đã chuyển sang một hình thức lạm phát mục tiêu linh hoạt phù hợp với nhiệm vụ kép của Fed.
5. Bốn bài học có thể rút ra từ cuộc khủng hoảng tài chính toàn cầu: (1) Những phát triển trong lĩnh vực tài chính có tác động lớn hơn nhiều đến hoạt động kinh tế so với nhận thức trước đó; (2) giới hạn dưới bằng 0 của lãi suất có thể là một vấn đề nghiêm trọng; (3) chi phí dọn dẹp sau khủng hoảng tài chính rất cao; và (4) ổn định giá cả và sản lượng không đảm bảo ổn định tài chính.
6. Các bài học của cuộc khủng hoảng tài chính toàn cầu ủng hộ một mục tiêu lạm phát linh hoạt hơn, có thể là mục tiêu lạm phát cao hơn.
7. Bài học từ cuộc khủng hoảng cũng cho thấy chính sách tiền tệ nên lựa theo bùng nổ tín dụng chứ không phải bong bóng giá tài sản.
8. Do hai công cụ chính sách lãi suất và tổng dự trữ không tương thích với nhau, nên ngân hàng trung ương phải lựa chọn giữa chúng trên cơ sở ba tiêu chí: khả năng đo lường, khả năng kiểm soát và khả năng ảnh hưởng có thể dự đoán đến các biến mục tiêu. Các ngân hàng trung ương hiện nay thường sử dụng lãi suất ngắn hạn làm công cụ chính sách của họ.
9. Quy tắc Taylor chỉ ra rằng lãi suất quỹ liên bang nên được ấn định bằng tỷ lệ lạm phát cộng với lãi suất quỹ thực tế "cân bằng" cộng với mức trung bình có trọng số của hai chênh lệch: (1) chênh lệch lạm phát, lạm phát hiện tại trừ đi tỷ lệ mục tiêu; và (2) chênh lệch sản lượng, độ lệch phần trăm của GDP thực so với ước tính về mức tiềm năng (tỷ lệ tự nhiên) của nó. Chênh lệch sản lượng trong quy tắc Taylor có thể được hiểu là một chỉ báo về lạm phát trong tương lai, như chỉ ra trong lý thuyết đường cong Phillips. Tuy nhiên, lý thuyết này đang gây tranh cãi, bởi vì sản lượng cao so với tiềm năng được đo bằng tỷ lệ thất nghiệp thấp dường như không tạo ra lạm phát cao hơn trong những năm gần đây.

THUẬT NGỮ QUAN TRỌNG

bong bóng giá tài sản, 385
nhiệm vụ kép, 373
nhiệm vụ thứ bậc, 373
lạm phát mục tiêu, 374
mục tiêu trung gian, 390
điều tiết thận trọng vĩ mô, 388
tỷ lệ sản lượng tự nhiên, 372
tỷ lệ thất nghiệp tự nhiên, 371
điểm neo danh nghĩa, 370
tỷ lệ thất nghiệp không làm tăng lạm phát (NAIRU), 394
công cụ điều hành, 390
lý thuyết đường Phillips, 394
công cụ chính sách, 390
sản lượng tiềm năng, 372
ổn định giá cả, 369
Nguyên tắc Taylor, 394
Quy tắc Taylor, 393
vấn đề tiền hậu bất nhất, 370

CÂU HỎI

Tất cả các câu hỏi đều có trong **MyLab Economics** tại www.pearson.com/mylab/economics.

1. Lợi ích của việc sử dụng điểm neo danh nghĩa để thực hiện chính sách tiền tệ là gì?
2. Những động lực nào khiến ngân hàng trung ương rơi vào bẫy tiền hậu bất nhất khi theo đuổi chính sách tiền tệ quá mở rộng?
3. Tại sao một ngân hàng trung ương lại có mục tiêu chính là tối đa hóa tăng trưởng kinh tế?
4. "Vì khủng hoảng tài chính có thể gây ra thiệt hại nghiêm trọng cho nền kinh tế, nên mục tiêu chính của ngân hàng trung ương là đảm bảo sự ổn định trên thị trường tài chính." Tuyên bố này đúng, sai hay không chắc chắn? Giải thích.
5. "Một ngân hàng trung ương có nhiệm vụ kép sẽ đạt được tỷ lệ thất nghiệp thấp hơn trong thời gian dài so với một ngân hàng trung ương có nhiệm vụ thứ bậc trong đó sự ổn định giá cả được ưu tiên hơn." Tuyên bố này đúng, sai hay không chắc chắn? Giải thích.
6. Tại sao việc công bố các mục tiêu tỷ lệ lạm phát bằng số lại quan trọng đối với sự thành công của ngân hàng trung ương về lạm phát mục tiêu?
7. Làm thế nào để lạm phát mục tiêu giúp giảm thiểu vấn đề tiền hậu bất nhất của chính sách tùy nghi?
8. Các ngân hàng trung ương lạm phát mục tiêu đã sử dụng những phương pháp nào để tăng cường truyền thông với công chúng và tăng tính minh bạch của việc hoạch định chính sách tiền tệ?
9. Tại sao lạm phát mục tiêu có thể tăng hỗ trợ cho sự độc lập của ngân hàng trung ương trong việc điều hành chính sách tiền tệ?
10. "Bởi vì lạm phát mục tiêu tập trung vào việc đạt được mục tiêu lạm phát, nó sẽ dẫn đến biến động sản lượng quá mức." Câu nói này đúng, sai hay không chắc chắn? Giải thích.
11. Đâu là ưu điểm và nhược điểm chính của chiến lược tiền tệ được Cục Dự trữ Liên bang sử dụng dưới thời Alan Greenspan, trong đó điểm neo danh nghĩa chỉ mang tính ngầm định?
12. "Giới hạn dưới bằng 0 của lãi suất ngắn hạn không phải là vấn đề, vì thay vào đó, ngân hàng trung ương có thể sử dụng biện pháp nới lỏng định lượng để giảm lãi suất trung và dài hạn." Tuyên bố này đúng, sai hay không chắc chắn? Giải thích.
13. Nếu lạm phát cao hơn là không tốt, thì tại sao lại có lợi hơn khi định vị mục tiêu lạm phát cao so với khi mục tiêu thấp gần 0 hơn?
14. Tại sao điều tiết thận trọng vĩ mô có thể hiệu quả hơn trong việc quản lý bong bóng giá tài sản so với chính sách tiền tệ?
15. Tại sao nên lựa theo bong bóng bơm bởi tín dụng chứ không chọn làm sạch sau khi bong bóng tài sản vỡ?
16. Theo học thuyết Greenspan, ngân hàng trung ương có thể phản ứng với bong bóng thị trường chứng khoán trong những điều kiện nào?
17. Phân loại từng nội dung sau đây thành công cụ chính sách hoặc mục tiêu trung gian và giải thích lựa chọn của bạn.

    a. Lãi suất trái phiếu kho bạc kỳ hạn 10 năm

    b. Cơ sở tiền tệ

    c. M1

    d. Lãi suất quỹ liên bang
18. "Nếu nhu cầu dự trữ không biến động, Fed có thể theo đuổi cả mục tiêu dự trữ và mục tiêu lãi suất cùng một lúc." Tuyên bố này đúng, sai hay không chắc chắn? Giải thích.
19. Fed có thể sử dụng những thủ tục nào để kiểm soát lãi suất quỹ liên bang? Tại sao việc kiểm soát lãi suất này lại ám chỉ rằng Fed sẽ mất quyền kiểm soát đối với các khoản dự trữ không vay?
20. So sánh cơ sở tiền tệ với M1 về tính kiểm soát và đo lường. Bạn thích mục tiêu trung gian nào hơn? Tại sao?
21. "Lãi suất có thể được đo lường chính xác và nhanh chóng hơn so với tổng dự trữ; do đó, lãi suất được ưu tiên hơn so với tổng dự trữ như một công cụ chính sách." Bạn đồng ý hay không đồng ý? Giải thích câu trả lời của bạn.
22. Điều hướng kỳ hạn có thể tác động đến công cụ chính sách, các mục tiêu trung gian và mục tiêu thế nào trong vai trò là công cụ của ngân hàng trung ương?
23. Quy tắc Taylor ngụ ý rằng các nhà hoạch định chính sách nên làm gì đối với lãi suất cho vay theo các tình huống sau?

    a. Tỷ lệ thất nghiệp tăng do suy thoái kinh tế.

    b. Một cú sốc giá dầu làm cho tỷ lệ lạm phát tăng

    1% và sản lượng giảm 1%.

    c. Nền kinh tế có tốc độ tăng năng suất kéo dài trong khi tăng trưởng sản lượng thực tế không thay đổi.

    d. Sản lượng tiềm năng giảm trong khi sản lượng thực tế không đổi.

    e. Fed điều chỉnh mục tiêu lạm phát (ngầm) của mình theo hướng giảm.

    f. Lãi suất quỹ thực tế cân bằng giảm.

BÀI TẬP ÁP DỤNG

Tất cả các bài tập áp dụng đều có trong **MyLab Economics** *tại* www.pearson.com/mylab/economics.

24. Nếu FED có mục tiêu về lãi suất, tại sao cầu dự trữ tăng lại dẫn đến cung tiền tăng? Sử dụng đồ thị của thị trường dự trữ để giải thích.

25. Vì những thay đổi chính sách tiền tệ được thực hiện thông qua lãi suất quỹ liên bang có độ trễ, các nhà hoạch định chính sách thường quan tâm hơn đến việc điều chỉnh chính sách theo những thay đổi của tỷ lệ lạm phát dự báo hoặc kỳ vọng, hơn là tỷ lệ lạm phát hiện tại. Về vấn đề này, giả sử rằng các nhà hoạch định chính sách tiền tệ sử dụng quy tắc Taylor để thiết lập lãi suất quỹ liên bang, trong đó chênh lệch lạm phát được xác định là sự khác biệt giữa lạm phát kỳ vọng và tỷ lệ lạm phát mục tiêu. Giả sử rằng trọng số của cả chênh lệch lạm phát và sản lượng đều là ½, lãi suất quỹ thực tế cân bằng là 2%, mục tiêu tỷ lệ lạm phát là 2% và chênh lệch sản lượng là 1%.

    a. Nếu tỷ lệ lạm phát dự kiến là 4%, thì lãi suất quỹ liên bang nên được ấn định ở mục tiêu nào theo quy tắc Taylor?

    b. Giả sử một nửa số nhà kinh tế của Fed dự báo lạm phát là 3%, và một nửa số nhà kinh tế của Fed dự báo lạm phát là 5%. Nếu Fed sử dụng mức trung bình của hai dự báo này làm thước đo lạm phát kỳ vọng, thì lãi suất huy động vốn được cung cấp nên được xác định ở mức mục tiêu nào theo quy tắc Taylor?

    c. Bây giờ, giả sử một nửa số nhà kinh tế của Fed dự báo lạm phát là 0% và một nửa dự báo lạm phát là 8%. Nếu Fed sử dụng mức trung bình của hai dự báo này làm thước đo lạm phát kỳ vọng, thì lãi suất huy động vốn được cung cấp nên được xác định ở mức mục tiêu nào theo quy tắc Taylor?

    d. Với câu trả lời của bạn cho phần (a) - (c) ở trên, bạn có nghĩ rằng việc các nhà hoạch định chính sách tiền tệ sử dụng tuân thủ chặt chẽ quy tắc Taylor làm cơ sở để thiết lập chính sách là một ý kiến hay không? Tại sao hoặc tại sao không?

BÀI TẬP PHÂN TÍCH DỮ LIỆU

Các bài tập được cập nhật bằng Dữ liệu thời gian thực trong **MyLab Economics** và có thể dùng để thực hành hoặc để làm bài tập lớn.

1. Quy định về việc làm tối đa của Fed thường được hiểu là nỗ lực đạt được tỷ lệ thất nghiệp càng gần tỷ lệ tự nhiên càng tốt và lạm phát gần với mục tiêu 2% đối với lạm phát giá chi tiêu tiêu dùng cá nhân. Truy cập cơ sở dữ liệu FRED của Cục Dự trữ Liên bang St. Louis và tìm dữ liệu về chỉ số giá chi tiêu cho tiêu dùng cá nhân (PCECTPI), tỷ lệ thất nghiệp (UNRATE) và thước đo tỷ lệ thất nghiệp tự nhiên (NROU). Đối với chỉ số giá, hãy điều chỉnh cài đặt đơn vị thành "Percent Change From Year Ago" để chuyển đổi dữ liệu sang tỷ lệ lạm phát; đối với tỷ lệ thất nghiệp, hãy thay đổi cài đặt tần suất thành " Quarterly". Tải dữ liệu xuống bảng tính. Tính toán chênh lệch thất nghiệp và chênh lệch lạm phát cho mỗi quý. Sau đó, sử dụng chênh lệch lạm phát, tạo ra một thước đo chênh lệch lạm phát trung bình bằng cách lấy trung bình của chênh lệch lạm phát hiện tại và khoảng cách trong ba quý trước đó. Bây giờ, hãy áp dụng thử nghiệm sau (tùy ý) cho dữ liệu từ năm 2000:Q1 tới dữ liệu gần đây nhất : Nếu khoảng cách thất nghiệp lớn hơn 1,0 trong hai quý liên tiếp trở lên và/hoặc khoảng cách lạm phát trung bình lớn hơn với giá trị tuyệt đối lớn hơn 0,5 trong hai quý liên tiếp trở lên, hãy coi nhiệm vụ này "bị vi phạm".

    a. Dựa trên bài kiểm tra đặc biệt này, Fed đã "vi phạm" phần ổn định giá trong nhiệm vụ của mình trong những quý nào? Fed đã "vi phạm" quy định về việc làm tối đa trong những quý nào?

    b. Fed hiện đang "vi phạm" nhiệm vụ của mình?

    c. Giải thích kết quả của bạn. Phản hồi của bạn đối với phần (a) và dữ liệu ngụ ý gì về thách thức mà các nhà hoạch định chính sách tiền tệ phải đối mặt trong việc luôn đạt được nhiệm vụ của Fed một cách hoàn hảo?

2. Truy cập cơ sở dữ liệu FRED của Cục Dự trữ Liên bang St. Louis và tìm dữ liệu về chỉ số giá chi tiêu tiêu dùng cá nhân (PCECTPI), GDP thực tế (GDPC1), ước tính GDP tiềm năng (GDPPOT) và lãi suất quỹ liên bang (DFF). Đối với chỉ số giá, hãy điều chỉnh cài đặt đơn vị thành " Percent Change From Year Ago " để chuyển đổi dữ liệu sang tỷ lệ lạm phát; đối với lãi suất quỹ liên bang, hãy thay đổi cài đặt tần suất thành "Quarterly". Tải dữ liệu xuống bảng tính. Giả sử mục

tiêu lạm phát là 2% và lãi suất quỹ thực tế cân bằng là 2%, hãy tính chênh lệch lạm phát và chênh lệch sản lượng cho mỗi quý, từ năm 2000 cho đến quý gần đây nhất có dữ liệu. Tính khoảng cách sản lượng dưới dạng phần trăm độ lệch của sản lượng so với mức sản lượng tiềm năng.

a. Sử dụng chênh lệch sản lượng và lạm phát để tính toán, cho mỗi quý, lãi suất quỹ liên bang theo dự đoán của quy tắc Taylor. Giả sử rằng các trọng số về ổn định lạm phát và ổn định sản lượng đều là ½ (xem công thức trong chương). So sánh lãi suất quỹ liên bang hiện tại (trung bình hàng quý) với lãi suất quỹ liên bang do quy tắc Taylor quy định. Quy tắc Taylor có dự đoán chính xác tỷ giá hiện tại không? Nhận xét ngắn gọn.

b. Tạo một biểu đồ so sánh các giá trị quy tắc Taylor dự đoán với các mức trung bình lãi suất quỹ liên bang hàng quý thực tế. Nói chung, dự đoán quy tắc Taylor có phù hợp với lãi suất quỹ trung bình của liên bang không? Giải thích cách ngắn gọn.

c. Dựa trên kết quả từ giai đoạn 2008-2009, hãy giải thích những hạn chế của quy tắc Taylor như một công cụ chính sách chính thức. Làm thế nào để những hạn chế này giúp giải thích việc sử dụng chính sách tiền tệ phi truyền thống trong giai đoạn này?

d. Giả sử Quốc hội thay đổi chỉ thị nhiệm vụ của Fed thành thứ bậc, trong đó ổn định lạm phát được ưu tiên hơn ổn định sản lượng. Trong bối cảnh này, hãy tính toán lại giá trị quy tắc Taylor dự đoán cho mỗi quý kể từ năm 2000, giả sử rằng trọng số ổn định lạm phát là ¾ và trọng số về ổn định sản lượng là ¼. Tạo một biểu đồ hiển thị dự đoán quy tắc Taylor được tính trong phần (a), dự đoán bằng cách sử dụng quy tắc Taylor "phân cấp" mới và tỷ lệ tiền được cung cấp. Làm thế nào, nếu ở tất cả, việc thay đổi nhiệm vụ có thay đổi đường lối chính sách được dự đoán không? Lãi suất quỹ liên bang sẽ bị ảnh hưởng như thế nào bởi một ủy quyền phân cấp? Giải thích cách ngắn gọn.

e. Giả sử một lần nữa các trọng số bằng nhau là ½ đối với lạm phát và ổn định sản lượng, và thay vào đó, giả sử bắt đầu từ sau cuối năm 2008, lãi suất thực tế cân bằng giảm 0,05 mỗi quý (tức là năm 2009: Q1 là 1,95, rồi 1,90, v.v.) một khi nó đạt đến 0, nó vẫn ở 0 sau đó. Nó ảnh hưởng như thế nào đến lãi suất quỹ liên bang được mô tả? Tại sao điều này có thể quan trọng đối với các nhà hoạch định chính sách?

BÀI TẬP WEB

1.Ủy ban Thị trường Mở Liên bang (FOMC) họp khoảng sáu tuần một lần để đánh giá tình trạng nền kinh tế và quyết định những hành động mà ngân hàng trung ương nên thực hiện. Biên bản cuộc họp này được công bố ba tuần sau cuộc họp; tuy nhiên, một thông cáo báo chí ngắn gọn được đưa ra ngay sau cuộc họp. Tìm lịch biểu của biên bản và thông cáo báo chí trong tab "Thông tin và lịch họp" tại http://www.federalreserve.gov/fomc/.

a. Cuộc họp dự kiến cuối cùng của FOMC là khi nào? Cuộc họp tiếp theo là khi nào?

b. Xem lại thông cáo báo chí từ cuộc họp trước. Ủy ban đã quyết định làm gì về lãi suất ngắn hạn?

c. Xem lại biên bản cuộc họp được công bố gần đây nhất. Các lĩnh vực kinh tế nào có vẻ được các thành viên ủy ban quan tâm nhất?

2.Có thể truy cập các trang web của các ngân hàng trung ương khác để tìm hiểu về cấu trúc của các ngân hàng này. Một ví dụ là Ngân hàng Trung ương Châu Âu. Truy cập http://www.ecb.int/ index.html. Trên trang chủ của ECB, hãy tìm thông tin về chiến lược của ECB đối với chính sách tiền tệ.

3.Nhiều quốc gia có ngân hàng trung ương chịu trách nhiệm về chính sách tiền tệ của quốc gia họ. Truy cập http: // www.bis.org/cbanks.htm và chọn một trong các ngân hàng trung ương (ví dụ: ngân hàng trung ương của Na Uy). Xem lại trang web của ngân hàng đó để xác định các chính sách của ngân hàng liên quan đến việc áp dụng chính sách tiền tệ. Các chính sách của ngân hàng này so với chính sách của ngân hàng trung ương Hoa Kỳ như thế nào?

TRANG WEB THAM KHẢO

http://www.federalreserve.gov/pf/pf.htm

Cục Dự trữ Liên bang báo cáo về các mục đích và chức năng chính của nó.

http://www.economagic.com/

Danh sách đầy đủ các trang web cung cấp nhiều loại dữ liệu và biểu đồ tóm tắt kinh tế.

http://www.federalreserve.gov/releases/H3

Dữ liệu về tổng dự trữ của các định chế tiền gửi và cơ sở tiền tệ.

http://www.federalreserve.gov/aboutthefed/relatedWebSites.htm

Cục Dự trữ Liên bang cung cấp các liên kết đến trang web ngân hàng trung ương khác.

PHẦN 5

Chính sách Tài chính và Tiền tệ Quốc tế

Khủng hoảng và ứng phó: Hỗn loạn Thị trường ngoại hối và IMF

Từ năm 2002 đến năm 2008, đồng đô la Mỹ liên tục giảm giá trị so với các đồng tiền khác. Mối quan tâm lớn của các nhà hoạch định chính sách là đồng đô la có thể sụp đổ, tác động tiêu cực đến cả hoạt động kinh tế và lạm phát. Khi thị trường tín dụng tắc nghẽn vào tháng 9 và tháng 10 năm 2008, sau sự phá sản của Lehman Brothers, một điều đáng kinh ngạc đã xảy ra. Thay vì tiếp tục đà giảm, đồng đô la tăng giá mạnh. Chính lý do "tháo chạy đến chất lượng" đã khiến các nhà đầu tư tăng cường mua chứng khoán Kho bạc Mỹ cũng khiến họ muốn nắm giữ nhiều đô la Mỹ hơn, do đó đẩy cao hơn giá trị của đồng đô la.

Giá trị cao hơn của đồng đô la khiến hàng hóa nhập khẩu - từ ti vi màn hình phẳng đến rượu vang - rẻ hơn để mua và đi du lịch nước ngoài có giá cả phải chăng hơn. Nhưng tin tốt này đối với đồng đô la Mỹ lại thường là tin xấu đối với các đồng tiền khác. Đồng tiền của nhiều quốc gia ở Mỹ Latinh và Đông Âu rơi tự do. Quỹ Tiền tệ Quốc tế (IMF) đã can thiệp và thiết lập một cơ sở cho vay mới để thực hiện các khoản vay cho các nước gặp khó khăn với ít ràng buộc hơn so với các chương trình cho vay trước đây của IMF. IMF bắt đầu cho vay hàng tỷ đô la. IMF, vốn có vẻ như đã đứng ngoài lề khi cuộc khủng hoảng tài chính toàn cầu lan rộng trên toàn thế giới, giờ đang chuyển sang vị trí trung tâm.

Cuộc khủng hoảng tài chính toàn cầu đã chứng minh rằng các sự kiện tài chính bắt đầu ở Hoa Kỳ có thể phát tán ra toàn thế giới và các tổ chức tài chính quốc tế như IMF có vai trò quan trọng trong việc ứng phó với các sự kiện đó, để đảm bảo rằng hệ thống tài chính quốc tế tiếp tục hoạt động tốt. Chương 17 trình bày cách thức hoạt động của thị trường ngoại hối và cách xác định tỷ giá hối đoái giữa các đồng tiền của các quốc gia khác nhau. Trong Chương 18, chúng ta xem xét cách thức vận hành của hệ thống tài chính quốc tế và cách nó ảnh hưởng đến chính sách tiền tệ.

17 Thị trường Ngoại hối

Mục tiêu học tập

- Giải thích cách thức hoạt động của thị trường ngoại hối và tại sao tỷ giá hối đoái lại quan trọng.
- Xác định các yếu tố chính ảnh hưởng đến tỷ giá hối đoái trong dài hạn.
- Vẽ đường cầu và đường cung của thị trường ngoại hối và giải thích trạng thái cân bằng trên thị trường ngoại hối.
- Liệt kê và minh họa các yếu tố ảnh hưởng đến tỷ giá hối đoái trong ngắn hạn.

Giới thiệu

Vào ngày 23 tháng 6 năm 2016, Vương quốc Anh đã bỏ phiếu rời Liên minh Châu Âu. Quyết định này được gọi là *Brexit* (**Britain Exit**). Trong vòng một ngày, đồng bảng Anh đã giảm 9% giá trị so với đô la Mỹ.

Giá của một đồng tiền này so với đồng tiền khác được gọi là *tỷ giá hối đoái*. Như ví dụ về Brexit cho thấy, tỷ giá hối đoái rất dễ biến động. Tỷ giá hối đoái ảnh hưởng đến nền kinh tế và cuộc sống hàng ngày của chúng ta bởi vì khi đồng đô la Mỹ trở nên có giá trị hơn so với ngoại tệ, giống như so với bảng Anh sau Brexit, hàng hóa nước ngoài trở nên rẻ hơn đối với người Mỹ và hàng hóa của Mỹ trở nên đắt hơn đối với người nước ngoài. Khi đồng đô la Mỹ giảm giá, hàng hóa nước ngoài trở nên đắt hơn đối với người Mỹ và hàng hóa Mỹ trở nên rẻ hơn đối với người nước ngoài.

Sự biến động của tỷ giá hối đoái cũng ảnh hưởng đến cả lạm phát và sản lượng và là một mối quan tâm hàng đầu của các nhà hoạch định chính sách tiền tệ. Khi đồng đô la Mỹ giảm giá, giá hàng hóa nhập khẩu cao hơn trực tiếp dẫn đến mức giá cao hơn và lạm phát. Đồng thời, đồng đô la Mỹ giảm, làm cho hàng hóa của Mỹ rẻ hơn đối với người nước ngoài, làm tăng cầu đối với hàng hóa Mỹ và dẫn đến sản lượng và sản lượng cao hơn.

Các đồng tiền được giao dịch như thế nào? Điều gì thúc đẩy sự biến động của tỷ giá hối đoái? Tại sao tỷ giá hối đoái lại biến động như vậy? Trước tiên, chúng ta trả lời những câu hỏi này bằng cách tìm hiểu thị trường tài chính nơi các đồng tiền được giao dịch. Tiếp theo, chúng ta sẽ xem điều gì ảnh hưởng đến tỷ giá hối đoái trong dài hạn. Sau đó, ta xây dựng phân tích cung cầu để giải thích yếu tố quyết định tỷ giá hối đoái trong ngắn hạn. Cuối cùng, ta sử dụng phân tích cung cầu này để giải thích những biến động trong tỷ giá hối đoái do các sự kiện như Brexit và cuộc khủng hoảng tài chính toàn cầu.

THỊ TRƯỜNG NGOẠI HỐI

Hầu hết các quốc gia trên thế giới đều có đồng tiền của riêng mình: Hoa Kỳ có đồng đô la; Liên minh Tiền tệ châu Âu, đồng euro; Brazil, đồng real; và Trung Quốc, nhân dân tệ. Thương mại giữa các quốc gia đòi hỏi việc trao đổi qua lại các đồng tiền khác nhau (hoặc phổ biến hơn là tiền gửi ngân hàng bằng các đồng tiền khác nhau). Chẳng hạn như khi một công ty Hoa Kỳ mua hàng hóa, dịch vụ hoặc tài sản tài chính nước ngoài, đô la Mỹ (thông thường là tiền gửi ngân hàng bằng đô la Mỹ) phải được đổi lấy ngoại tệ (tiền gửi ngân hàng bằng ngoại tệ).

Theo dòng tin tài chính **Tỷ giá hối đoái**

Tỷ giá hối đoái được công bố hàng ngày trên báo chí và trên các trang Internet như http://www.finance.yahoo.com. Tỷ giá hối đoái của một đồng tiền như đồng euro được niêm yết theo hai cách: tính theo đô la Mỹ trên một đơn vị nội tệ và tính theo nội tệ trên đô la Mỹ. Ví dụ: vào ngày 19 tháng 6, năm 2017, tỷ giá hối đoái đồng euro được niêm yết là 1,12 đô la mỗi euro và 0,89 euro mỗi đô la. Người Mỹ thường coi tỷ giá hối đoái với đồng euro là 1,12 đô la mỗi euro, trong khi người châu Âu sẽ coi nó là 0,89 euro mỗi đô la.

Tỷ giá hối đoái thường được niêm yết cho giao dịch giao ngay (tỷ giá hối đoái giao ngay) và cho các giao dịch kỳ hạn (tỷ giá hối đoái kỳ hạn) sẽ diễn ra một tháng, ba tháng và sáu tháng trong tương lai.

Việc mua bán tiền giấy và tiền gửi ngân hàng được định giá theo các đồng tiền cụ thể diễn ra trên **thị trường ngoại hối**. Các giao dịch được thực hiện trên thị trường ngoại hối xác định tỷ giá trao đổi các đồng tiền, từ đó xác định chi phí mua hàng hóa và tài sản tài chính từ nước ngoài.

Tỷ giá hối đoái là gì?

Một **tỷ giá hối đoái** là giá của một đồng tiền theo một đồng tiền khác. Có hai loại giao dịch tỷ giá hối đoái. Các giao dịch chủ yếu, được gọi là **giao dịch giao ngay**, là việc trao đổi tiền gửi ngân hàng ngay lập tức (trong vòng hai ngày). **Giao dịch kỳ hạn** là việc trao đổi tiền gửi ngân hàng vào một ngày cụ thể trong tương lai. **Tỷ giá hối đoái giao ngay** là tỷ giá hối đoái cho giao dịch giao ngay, và **tỷ giá hối đoái kỳ hạn** là tỷ giá hối đoái cho giao dịch kỳ hạn.

Khi một đồng tiền tăng giá trị, nó sẽ **tăng giá**; khi nó giảm giá trị và có giá trị ít hơn theo đô la Mỹ, nó sẽ bị **giảm giá***. Ví dụ, vào đầu năm 1999, đồng euro được định giá là 1,18 đô la; vào ngày 19 tháng 6 năm 2017, nó được định giá là 1,12 đô la, như được chỉ ra trong hộp Theo dòng tin tài chính "Tỷ giá hối đoái". Đồng euro *giảm giá* 6%: (1,12 - 1,18)/1,18 = - 0,06 = - 6%. Tương tự, chúng ta có thể nói rằng đồng đô la Mỹ, từ giá trị 0,85 euro/đô la vào đầu năm 1999 lên giá trị 0,89 euro/đô la vào ngày 19 tháng 6 năm 2017, *tăng giá* 6%: (0,89 - 0,85)/ 0,85 = 0,06 = 6%.

* Ở Việt Nam, cặp từ gốc *appreciation/depreciation* thường được gọi là đồng tiền tăng giá/mất giá, nhưng để cặp thuật ngữ gắn với nhau hơn, ở đây chúng ta sẽ dùng là đồng tiền tăng giá/giảm giá. Cặp thuật ngữ tăng/giảm hàm ý sự biến động của tự thân tỷ giá, không phải do điều khiển bên ngoài, để phân biệt với cặp thuật ngữ nâng giá/hạ giá đồng tiền trong chế độ tỷ giá hối đoái cố định.

Tại sao tỷ giá hối đoái quan trọng?

Tỷ giá hối đoái rất quan trọng vì chúng ảnh hưởng đến giá cả tương đối của hàng hóa trong và ngoài nước. Giá theo đô la của hàng hóa Pháp đối với người Mỹ được xác định bởi sự tương tác của hai yếu tố: giá hàng hóa Pháp tính bằng đồng euro và tỷ giá hối đoái euro/đô la.

Giả sử, Wanda_Người thử rượu vang, một người Mỹ, quyết định mua một chai Château Lafite Rothschild năm 1961 (một năm rất tốt) để hoàn thiện hầm rượu của mình. Nếu giá rượu ở Pháp là 1.000 euro và tỷ giá hối đoái là 1,12 đô la sang euro, rượu sẽ có giá 1,120 đô la (= 1.000 euro x 1,12 đô la/euro). Bây giờ, giả sử Wanda trì hoãn giao dịch mua của mình hai tháng, lúc đó đồng euro đã lên giá, 1,50 đô la mỗi euro.

Nếu giá nội địa của chai Lafite Rothschild vẫn là 1.000 euro, giá theo đô la của nó sẽ tăng từ 1.120 đô la lên 1.500 đô la.

Tuy nhiên, sự lên giá tương tự của đồng tiền khiến giá hàng hóa nước ngoài ở Pháp bớt đắt hơn. Với tỷ giá hối đoái 1,12 đô la mỗi euro, một chiếc máy tính Dell có giá 2.000 đô la tốn của Pierre_Lập trình viên 1.786 euro; nếu tỷ giá hối đoái tăng lên 1,50 đô la mỗi euro, máy tính sẽ chỉ có giá 1.333 euro.

Đồng euro giảm giá làm giảm giá hàng hóa của Pháp ở Mỹ nhưng lại làm tăng giá hàng hóa của Hoa Kỳ ở Pháp. Nếu đồng euro giảm giá trị xuống còn 1,00 đô la, chai Lafite Rothschild của Wanda sẽ chỉ có giá 1.000 đô la thay vì 1.120 đô la, và máy tính Dell của Pierre sẽ có giá 2.000 euro thay vì 1.786 euro.

Lập luận như vậy dẫn đến kết luận sau: ***Khi đồng tiền của một quốc gia tăng giá (giá trị tăng tương đối so với các đồng tiền khác), hàng hóa của quốc gia đó ở nước ngoài trở nên đắt hơn và hàng hóa nước ngoài ở quốc gia đó trở nên rẻ hơn (giá nội địa không đổi ở hai quốc gia). Ngược lại, khi đồng tiền của một quốc gia giảm giá, hàng hóa của quốc gia đó ở nước ngoài trở nên rẻ hơn, và hàng hóa nước ngoài ở quốc gia đó trở nên đắt hơn.***

Đồng tiền giảm giá khiến các nhà sản xuất trong nước dễ dàng bán hàng hóa ra nước ngoài và làm cho hàng hóa nước ngoài kém cạnh tranh hơn trên thị trường nội địa. Việc đồng đô la Mỹ giảm giá từ năm 2002 đến năm 2008 đã giúp các ngành công nghiệp của Mỹ bán được nhiều hàng hơn, nhưng nó lại làm tổn thương người tiêu dùng Mỹ vì hàng hóa nước ngoài đắt hơn. Giá rượu vang và pho mát của Pháp và chi phí đi nghỉ ở nước ngoài đều tăng do đồng đô la yếu.

Mặt khác, sự tăng giá của đồng đô la Mỹ từ năm 2012 đến năm 2017 khiến hàng hóa và dịch vụ được sản xuất tại Hoa Kỳ kém cạnh tranh hơn. Tuy nhiên, việc đồng đô la mạnh lên là điều tích cực đối với người tiêu dùng Mỹ vì hàng hóa nước ngoài như pho mát Pháp và đi nghỉ ở nước ngoài ít tốn kém hơn.

Giao dịch ngoại hối diễn ra như thế nào?

Tỷ giá hối đoái không được xác định tại một địa điểm tập trung vì các đồng tiền không được giao dịch trên các sàn giao dịch như Sàn Giao dịch Chứng khoán New York. Thay vào đó, thị trường ngoại hối được tổ chức như một thị trường OTC, trong đó hàng trăm thương nhân tài chính (chủ yếu là ngân hàng) sẵn sàng mua và bán các khoản tiền gửi bằng ngoại tệ. Bởi vì các thương nhân này thường xuyên liên lạc qua điện thoại và máy tính, thị trường này rất cạnh tranh. Trên thực tế, nó hoạt động không khác gì một thị trường tập trung.

Một điểm quan trọng cần lưu ý là mặc dù các ngân hàng, công ty và chính phủ nói về việc mua và bán đồng tiền trên thị trường ngoại hối, họ không rút ra các tờ đô la và bán chúng để lấy các tờ bảng Anh. Thay vào đó, hầu hết các giao dịch diễn ra bằng cách mua và bán các khoản tiền gửi ngân hàng định giá bằng các đồng tiền khác nhau. Vì vậy, khi chúng ta nói rằng một ngân hàng đang mua đô la trên thị trường ngoại hối, thực ra chúng ta đang muốn ám chỉ ngân hàng đang mua *các khoản tiền gửi định giá bằng đô la*. Khối lượng trên thị trường này rất lớn, hơn 5 nghìn tỷ đô la mỗi ngày.

Các giao dịch trên thị trường ngoại hối có thể vượt mức 1 triệu đô la. Thị trường xác định tỷ giá hối đoái được miêu tả trong hộp Theo dòng tin Tài chính sẽ không phải là thị trường mà chúng ta mua ngoại tệ để chuẩn bị cho một chuyến đi nước ngoài. Thay vào đó, chúng ta mua ngoại tệ trên thị trường bán lẻ, từ các thương nhân như American Express hoặc từ các ngân hàng. Bởi vì giá bán lẻ cao hơn giá bán buôn, khi chúng ta mua ngoại hối, chúng ta thu được ít đơn vị ngoại tệ hơn trên một đô la - tức là chúng ta phải trả giá bằng ngoại tệ cao hơn - so với tỷ giá hối đoái được đăng trên báo.

TỶ GIÁ HỐI ĐOÁI TRONG DÀI HẠN

Giống như giá của bất kỳ hàng hóa hoặc tài sản nào trên thị trường tự do, tỷ giá hối đoái được xác định bởi sự tương tác của cung và cầu. Để đơn giản hóa việc phân tích tỷ giá hối đoái trên thị trường tự do, ta sẽ chia nó thành hai phần. Đầu tiên, ta xem xét cách xác định tỷ giá hối đoái trong dài hạn; sau đó ta sử dụng kiến thức của mình về các yếu tố quyết định tỷ giá hối đoái dài hạn để hiểu cách chúng được xác định trong ngắn hạn.

Lý thuyết ngang giá sức mua

Một trong những lý thuyết nổi bật nhất về cách xác định tỷ giá hối đoái là **lý thuyết ngang giá sức mua (PPP)**. Lý thuyết này quy định rằng tỷ giá hối đoái giữa đồng tiền của hai quốc gia bất kỳ cần phải làm cho một giỏ hàng hóa và dịch vụ, dù nó được sản xuất ở đâu, đều có giá như nhau ở cả hai quốc gia.

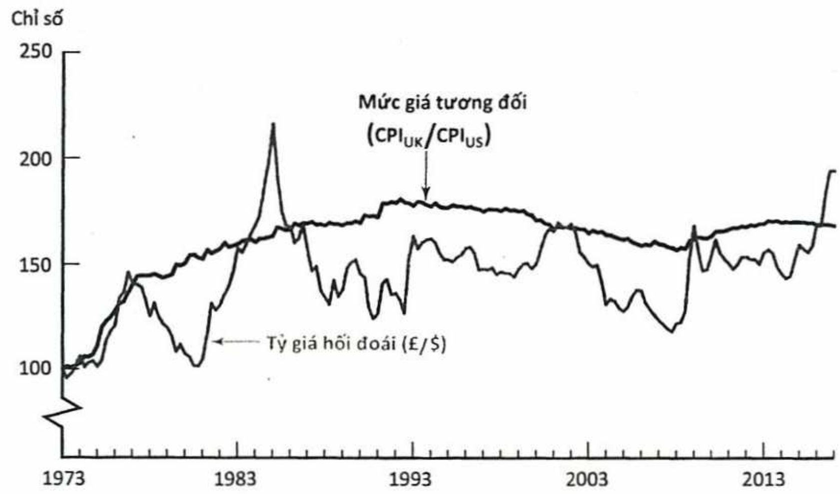
Giả sử rằng bạn đang mua một giỏ hàng hóa và dịch vụ ở Hoa Kỳ có giá 100 đô la. Chiếc giỏ tương tự có giá 10.000 yên ở Nhật Bản. Lý thuyết ngang giá sức mua nói rằng tỷ giá hối đoái giữa đồng đô la và đồng yên là 100 yên trên một đô la. Với tỷ giá hối đoái này, giỏ hàng hóa và dịch vụ ở Hoa Kỳ sẽ có giá 10.000 yên (= 100 đô la x 100 yên mỗi đô la), bằng với chi phí ở Nhật Bản. Tương tự, giỏ hàng hóa và dịch vụ ở Nhật Bản sẽ có giá 100 đô la (10.000 yên x 0,01 đô la mỗi yên), giống như ở Hoa Kỳ.

Nguyên lý đằng sau lý thuyết ngang giá sức mua là gì? Giả sử giỏ hàng hóa ở Nhật Bản được chuyển đến Hoa Kỳ, và giả sử không có chi phí vận chuyển hoặc rào cản thương mại. Nó sẽ được bán với giá bằng đồng đô la ở Hoa Kỳ giống như ở Nhật Bản. Tương tự, nếu giỏ hàng hóa của Hoa Kỳ được chuyển đến Nhật Bản, nó sẽ có giá tương đương bằng đồng yên. Tỷ giá hối đoái 100 yên mỗi đô la đảm bảo rằng giá cả nhất quán giữa hai quốc gia.

Một cách hiểu khác về lý thuyết ngang giá sức mua là thông qua một khái niệm được gọi là **tỷ giá hối đoái thực**, là tỷ giá mà hàng hóa trong nước có thể đổi lấy hàng hóa nước ngoài. Trên thực tế, tỷ giá hối đoái thực là giá tương đối của hàng hóa trong nước so với giá của hàng hóa nước ngoài định giá bằng đồng nội tệ. Ví dụ, nếu một giỏ hàng hóa ở New York có giá 50 đô la trong khi cùng một giỏ hàng hóa ở Tokyo có giá 75 đô la (vì giỏ hàng hóa có giá 7.500 yên và tỷ giá hối đoái là 100 yên cho mỗi đô la), thì tỷ giá hối đoái thực là 0,66 (50 đô la/75 đô la). Trong ví dụ của chúng ta, tỷ giá hối đoái thực nhỏ hơn 1,0, cho thấy mua giỏ hàng hóa ở Hoa Kỳ rẻ hơn ở Nhật Bản. Tỷ giá hối đoái thực của đồng đô la Mỹ hiện đang ở mức thấp so với nhiều đồng tiền khác, và đây là lý do tại sao New York tràn ngập du khách nước ngoài đổ xô mua sắm. Tỷ giá hối đoái thực cho biết liệu một đồng tiền có tương đối rẻ hay không. Lý thuyết về PPP cũng có thể được mô tả dưới dạng tỷ giá hối đoái thực. PPP dự đoán rằng trong dài hạn tỷ giá hối đoái thực luôn bằng 1,0 để sức mua của đồng đô la bằng với sức mua của các đồng tiền khác, chẳng hạn như đồng yên hoặc đồng euro.

Điều gì xảy ra nếu mức giá của một quốc gia thay đổi so với của quốc gia khác? Ví dụ, giả sử mức giá ở Nhật Bản tăng 10%, trong khi mức giá ở Hoa Kỳ không thay đổi. Do đó, giá chiếc giỏ ở Nhật Bản đã tăng 10% so với giá ở Mỹ. Giờ đây, giá của giỏ hàng hóa và dịch vụ ở Nhật Bản sẽ tăng 10% lên 11.000 yên, trong khi giá của giỏ hàng hóa và dịch vụ tương tự ở Mỹ sẽ vẫn là 100 đô la. Đối với các giỏ hàng hóa của Mỹ và Nhật Bản có giá như nhau, tỷ giá hối đoái sẽ phải thay đổi thành 110 yên một đô la. Sau đó, giỏ của Hoa Kỳ sẽ có giá 11.000 yên ở Nhật Bản (100 đô la x 110 đô la yên cho mỗi đô la), và giỏ của

MyLab Economics Dữ liệu thời gian thực



HÌNH 1 Ngang giá Sức mua, Hoa Kỳ / Vương quốc Anh, 1973–2017 (Chỉ số: tháng 3 năm 1973 = 100)

Trong toàn bộ thời kỳ, sự gia tăng mức giá tại Anh so với mức giá ở Hoa Kỳ gần với sự gia tăng giá trị của đồng đô la, giống như mô hình PPP dự báo. Tuy nhiên, trong thời gian ngắn hơn không tồn tại mối quan hệ PPP.

Nguồn: Cơ sở dữ liệu của Ngân hàng Dự trữ Liên bang St. Louis FRED: https://fred.stlouisfed.org/series/GBRCPIALLMINMEIT; https://fred.stlouisfed.org/series/CPIAUCNS; https://fred.stlouisfed.org/series/EXUSUK.

Nhật Bản sẽ có giá 100 đô la ở Hoa Kỳ (11.000 yên x 0,009 đô la mỗi yên). Do đó, theo lý thuyết về PPP, nếu mức giá ở Nhật Bản tăng 10% so với mức giá của Mỹ, thì đồng đô la sẽ tăng giá 10%.

Ví dụ Hoa Kỳ/Nhật Bản thể hiện bản chất lý thuyết PPP: ***Nếu mức giá của một quốc gia tăng tương đối so với của quốc gia khác theo một tỷ lệ nhất định, thì đồng tiền của quốc gia kia sẽ tăng giá theo cùng một tỷ lệ.*** Vì sự tăng giá của một đồng tiền này là sự giảm giá của đồng tiền kia, nên có một cách mô tả tương đương: ***Nếu mức giá của một quốc gia tăng tương đối so với của quốc gia khác theo một tỷ lệ nhất định, thì đồng tiền của chính quốc gia đó sẽ giảm giá theo cùng một tỷ lệ.***

Bằng chứng của ngang giá sức mua Như ví dụ Hoa Kỳ/Nhật Bản cho thấy, theo lý thuyết PPP nếu mức giá của một quốc gia tăng so với của quốc gia khác, đồng tiền của quốc gia đó sẽ giảm giá (và đồng tiền của quốc gia kia sẽ tăng giá). Như bạn có thể thấy trong Hình 1, dự đoán này sẽ tồn tại trong dài hạn. Từ năm 1973 đến năm 2017, mức giá của Anh đã tăng 69% so với mức giá của Hoa Kỳ và như lý thuyết PPP dự báo, đồng đô la tăng giá so với đồng bảng Anh - dù lên tới 95%, một con số lớn hơn mức tăng 69% theo dự đoán của PPP.

Tuy nhiên, như hình này cho thấy, lý thuyết PPP dự báo sự thay đổi của tỷ giá hối đoái trong ngắn hạn không tốt. Ví dụ, từ đầu năm 1985 đến cuối năm 1987, mức giá của

Anh đã tăng so với của Hoa Kỳ. Thay vì tăng giá, như dự đoán của lý thuyết PPP, đồng đô la lại giảm giá 40% so với đồng bảng Anh. Vì vậy, mặc dù lý thuyết PPP cung cấp một số gợi ý về biến động dài hạn của tỷ giá hối đoái, nhưng nó không thật sự hữu ích trong ngắn hạn.

Điều gì giải thích sự thất bại của lý thuyết PPP trong ngắn hạn?

Tại sao Lý thuyết ngang giá sức mua không thể giải thích đầy đủ tỷ giá hối đoái Có ba lý do tại sao lý thuyết PPP không thể giải thích đầy đủ tỷ giá hối đoái trong ngắn hạn.

* Từ gốc *nontradable* có thể dịch là phi giao dịch nhưng cách dịch này chưa làm rõ toàn bộ nghĩa của từ này. Trong những đoạn sau của sách, chúng ta sẽ gặp khái niệm hàng hóa giao dịch và hàng hóa phi giao dịch thì hàm ý của chúng là giao dịch và phi giao dịch ở mức độ quốc tế.

1. Lý thuyết PPP không tính tới việc nhiều hàng hóa và dịch vụ (thuộc nhóm dùng để xác định mức giá của một quốc gia) là **phi giao dịch** (quốc tế)*, có nghĩa là, không thể mua bán chúng qua biên giới. Nhà ở, đất đai và các dịch vụ như ăn uống tại nhà hàng, cắt tóc và học chơi golf không phải là hàng hóa giao dịch quốc tế. Vì vậy, mặc dù giá của những mặt hàng này có thể tăng lên, dẫn đến mức giá cao hơn so với một quốc gia khác, nhưng tỷ giá hối đoái sẽ ít ảnh hưởng trực tiếp.
2. Hàng hóa tương tự ở hai quốc gia thường không giống hệt nhau. Ví dụ, ô tô Toyota không giống ô tô Chevrolets và do đó giá của chúng không nhất thiết phải bằng nhau ở một quốc gia. Toyota có thể đắt hơn tương đối so với Chevy, và cả người Mỹ và người Nhật vẫn sẽ mua Toyota. Hơn nữa, việc tăng giá Toyota so với Chevy sẽ không nhất thiết có nghĩa là đồng yên phải giảm giá theo mức tăng giá tương đối của Toyota so với Chevy.
3. Có những rào cản thương mại. Một rào cản thương mại là chi phí vận tải, nhưng những chi phí này đã giảm đáng kể theo thời gian. Trong thế giới ngày nay các rào cản do chính phủ áp đặt đối với thương mại, chẳng hạn như **thuế quan**, thuế đối với hàng hóa nhập khẩu và **hạn ngạch**, hạn chế về số lượng hàng hóa có thể nhập khẩu có ý nghĩa quan trọng hơn. Việc áp đặt thuế quan hoặc hạn ngạch đối với hàng hóa nhập khẩu về cơ bản có thể làm tăng giá của nó so với giá của nó ở những nơi khác. Ví dụ, Chính phủ Hoa Kỳ đã áp đặt mức thuế rất cao đối với đường nhập khẩu, dẫn đến giá đường của Hoa Kỳ cao hơn nhiều lần so với giá đường giao dịch ở các nước khác. Tương tự, Nhật Bản có mức thuế rất cao đối với gạo nhập khẩu, khiến cho gạo ở Nhật Bản đắt hơn nhiều so với các nước khác.

ỨNG DỤNG Burgernomics: Big Macs và PPP

Từ năm 1986, tạp chí *The Economist* đã xuất bản chỉ số Big Mac như một "chỉ dẫn vui về việc các đồng tiền có dựa 'chính xác' trên lý thuyết ngang giá sức mua hay không."[1] Big Mac được McDonald's bán trên khắp thế giới và được cho là có hương vị giống nhau ở bất kỳ nơi nào chúng được bán. *The Economist* thu thập giá (bằng nội tệ) của Big Mac được bán ở 56 khu vực và quốc gia khác nhau. Sau đó, họ sử dụng các mức giá này để tính toán cả tỷ giá hối đoái ngụ ý bởi PPP và chỉ số Big Mac. Bảng 1 tái hiện một phần các chỉ số Big Mac của *The Economist* được xuất bản lần đầu vào tháng 1 năm 2017.

[1] Trang Web chứa dữ liệu về chỉ số Big Mac có địa chỉ http://www.economist.com/content/big-mac-index.

BẢNG 1 Chỉ số Big Mac, tháng 1 năm 2017

(1) Quốc gia	(2) Giá bản địa của Big Mac	(3) Tỷ giá hối đoái thực tế (đô la Mỹ trên một đơn vị nội tệ)	(4) Tỷ giá hối đoái theo PPP (đô la Mỹ trên một đơn vị nội tệ)	(5) Chỉ số Big Mac (Phần trăm chênh lệch giữa tỷ giá hối đoái thực tế và tỷ giá hối đoái theo PPP)
Nhật Bản	370 Yên	0,0084	0,0133	36,7
Venezuela	132 bolivars	0,0050	0,0373	86,5
Trung Quốc	17,60 Nhân dân tệ	0,1525	0,2801	45,6
Thụy sĩ	6,50 franc Thụy Sĩ	0,9913	0.7585	30,7
Canada	5,84 đô la Canada	0,7096	0,8442	15,9
Khu vực đồng Euro	3,72 euro	1,0750	1,3253	18,9

Nguồn: The Economist, ngày12 tháng 1 năm 2017, http://www.economist.com/content/big-mac-index.

- Cột (2) của Bảng 1 liệt kê giá địa phương của một chiếc Big Mac được tính bằng nội tệ.
- Cột (3) ghi tỷ giá hối đoái thực tế.
- Cột (4) cung cấp tỷ giá hối đoái ngụ ý nếu có ngang giá sức mua (nghĩa là, nếu giá địa phương của Big Mac khi được chuyển đổi sang đô la bằng với giá đô la của Big Mac ở Hoa Kỳ, là 4,93 đô la tại thời điểm đó).
- Cột (5) liệt kê chỉ số Big Mac, phần trăm chênh lệch giữa tỷ giá hối đoái thực tế và ngụ ý.

Chúng ta có thể rút ra kết luận gì từ bảng 1?

PPP không thật sự chính xác, nhưng nó có sức mạnh dự báo Mặc dù giá Big Mac chỉ ra rằng PPP không hoàn toàn chính xác, nhưng PPP giúp dự báo tỷ giá hối đoái cho các quốc gia được đề cập. Theo PPP, khi Big Mac có giá tính theo nội tệ cao, thì tỷ giá hối đoái tính theo đô la Mỹ trên một đơn vị nội tệ sẽ thấp.

Chúng ta thấy mối quan hệ này trong cột thứ hai và thứ tư của bảng. Nhật Bản có giá Big Mac tính theo đồng nội tệ cao nhất (370 Yên) và nó có tỷ giá hối đoái thấp nhất, 0,0084 đô la Mỹ/Yên. Khu vực đồng Euro có giá Big Mac tính theo đồng nội tệ thấp nhất (3,72 euro) và nó có tỷ giá hối đoái cao nhất, 1,075 đô la mỗi euro.

Những chênh lệch so với PPP: Định giá cao và Định giá thấp Tỷ giá hối đoái theo PPP thường khác đáng kể so với tỷ giá hối đoái thực tế. Điều này không có gì đáng ngạc nhiên khi Big Mac là hàng hóa phi thương mại. Bạn thử hình dung việc mang một chiếc Big Mac từ Trung Quốc đến Hoa Kỳ mà xem. Khi đến Hoa Kỳ, nó sẽ bị hỏng và thậm chí có thể khiến bạn bị ngộ độc thực phẩm. Chỉ số Big Mac cho chúng ta biết mức độ chênh lệch giữa tỷ giá hối đoái thực tế và tỷ giá hối đoái theo PPP.

Ví dụ, chỉ số Big Mac cho chúng ta biết rằng Thụy Sĩ có tỷ giá hối đoái thực tế cao hơn 30,7% so với tỷ giá hối đoái theo PPP. Như bất cứ ai đã đến Thụy Sĩ đều biết, đây là một quốc gia rất đắt đỏ. Giá của một chiếc Big Mac ở Thụy Sĩ khi quy đổi thành đô la Mỹ theo tỷ giá hối đoái thực tế của Thụy Sĩ là 6,44 đô la, cao hơn 30,7% so với 4,93 đô la mà bạn phải trả ở Hoa Kỳ.

Khi hàng hóa và dịch vụ của một quốc gia đắt hơn so với các quốc gia khác, chúng ta nói rằng đồng tiền của quốc gia đó được *định giá cao* nếu xét theo sức mua tương đương.

Venezuela có mức chênh lệch phần trăm lớn nhất giữa tỷ giá hối đoái thực tế và tỷ giá hối đoái theo PPP. Chỉ số Big Mac chỉ ra rằng tỷ giá hối đoái thực tế thấp hơn 86,5% so với tỷ giá hối đoái theo PPP. Nói cách khác, nếu bạn sẵn sàng bay đến Venezuela để ăn một chiếc Big Mac, bạn có thể mua một chiếc với mức giá cực kỳ rẻ là 66 xu.

Khi hàng hóa và dịch vụ của một quốc gia rẻ so với các quốc gia khác, như trong trường hợp của Venezuela, chúng ta nói rằng đồng tiền của quốc gia đó (đồng bolivar của Venezuela) được định giá thấp hơn tính theo sức mua tương đương. ♦

Các yếu tố ảnh hưởng đến tỷ giá hối đoái trong dài hạn

Về lâu dài, có bốn yếu tố chính ảnh hưởng đến tỷ giá hối đoái: mức giá tương đối, các rào cản thương mại, mức ưu tiên hàng hóa trong nước so với hàng ngoại và năng suất. Chúng ta xem xét từng yếu tố này ảnh hưởng như thế nào đến tỷ giá hối đoái trong khi giữ các yếu tố khác không đổi.

Lập luận cơ bản của chúng ta triển khai như sau: Bất cứ thứ gì làm tăng tương đối cầu của hàng hóa giao dịch được sản xuất trong nước so với hàng hóa giao dịch nước ngoài đều có xu hướng làm tăng giá đồng nội tệ, bởi vì hàng hóa trong nước sẽ tiếp tục bán chạy ngay cả khi giá trị của đồng nội tệ là cao hơn. Tương tự, bất cứ thứ gì làm tăng tương đối cầu của hàng hóa nước ngoài so với hàng hóa trong nước đều có xu hướng làm giảm giá nội tệ, bởi vì hàng hóa trong nước sẽ chỉ tiếp tục bán chạy nếu giá trị của đồng nội tệ thấp hơn. Nói cách khác, ***nếu một yếu tố nào đó làm tăng tương đối cầu hàng hóa trong nước so với hàng hóa nước ngoài, thì đồng nội tệ sẽ tăng giá; nếu một yếu tố làm giảm cầu tương đối của hàng hóa trong nước, thì đồng nội tệ sẽ giảm giá.***

Mức giá tương đối Theo lý thuyết PPP, khi giá hàng hóa Hoa Kỳ tăng (giữ giá hàng hóa nước ngoài không đổi), cầu hàng hóa Hoa Kỳ giảm và đồng đô la có xu hướng giảm giá nên hàng hóa Hoa Kỳ vẫn có thể bán tốt. Ngược lại, nếu giá hàng hóa Nhật Bản tăng, khiến giá tương đối của hàng hóa Mỹ giảm, cầu của hàng hóa Mỹ tăng và đồng đô la có xu hướng tăng giá vì hàng hóa Mỹ sẽ tiếp tục bán chạy ngay cả khi đồng nội tệ có giá trị cao hơn. ***Về lâu dài, sự gia tăng mức giá của một quốc gia (so với mức giá nước ngoài) làm cho đồng tiền của quốc gia đó giảm giá, và sự sụt giảm mức giá tương đối của quốc gia đó làm cho đồng tiền của quốc gia đó tăng giá.***

Rào cản thương mại Các rào cản đối với thương mại tự do như thuế quan và hạn ngạch có thể ảnh hưởng đến tỷ giá hối đoái. Giả sử Hoa Kỳ tăng thuế quan hoặc đặt hạn ngạch thấp hơn đối với thép Nhật Bản. Những rào cản thương mại gia tăng này làm tăng cầu của thép Mỹ và đồng đô la có xu hướng tăng giá vì thép Mỹ sẽ vẫn bán chạy ngay cả khi đồng đô la có giá trị cao hơn. ***Các rào cản thương mại tăng lên khiến đồng tiền của một quốc gia tăng giá trong thời gian dài.***

Sự ưu tiên hàng nội địa so với hàng nước ngoài Nếu người Nhật thèm ăn hàng Mỹ — chẳng hạn như cam Florida và phim Mỹ —cầu tăng lên của hàng hóa Mỹ (xuất khẩu) có xu hướng làm tăng giá trị đồng đô la vì hàng hóa Mỹ sẽ tiếp tục bán chạy ngay cả khi đồng đô la lên giá. Tương tự như vậy, nếu người Mỹ quyết định rằng họ thích ô tô

BẢNG TÓM TẮT 2

Các yếu tố ảnh hưởng đến tỷ giá hối đoái trong dài hạn

Yếu tố	Thay đổi của yếu tố	Phản ứng của tỷ giá hối đoái, E^*
Mặt bằng giá trong nước†	↑	↓
Rào cản thương mại†	↑	↑
Cầu nhập khẩu	↑	↓
Cầu xuất khẩu	↑	↑
Năng suất†	↑	↑

*Đơn vị ngoại tệ trên đô la: ↑ cho biết nội tệ tăng giá; ↓ nội tệ giảm giá.

†Tương đối so với các nước khác.

Lưu ý: Chỉ các gia tăng (↑) trong các yếu tố được hiển thị; tác động của việc giảm các biến đối với tỷ giá hối đoái ngược lại với những ảnh hưởng được chỉ ra trong cột "Phản ứng".

Nhật hơn ô tô Mỹ, thì cầu tăng lên của hàng hóa Nhật Bản (nhập khẩu) có xu hướng làm giảm giá đồng đô la. ***Cầu tăng của hàng xuất khẩu của một quốc gia khiến đồng tiền của quốc gia đó tăng giá trong thời gian dài; ngược lại, cầu nhập khẩu tăng khiến đồng nội tệ giảm giá.***

Năng suất Khi năng suất ở một quốc gia tăng, nó có xu hướng tăng trong các lĩnh vực sản xuất hàng hóa giao dịch hơn so với lĩnh vực hàng hóa phi giao dịch. Do đó, năng suất cao hơn đi kèm với sự giảm giá của hàng hóa giao dịch được sản xuất trong nước so với hàng hóa giao dịch nước ngoài. Do đó, cầu của hàng hóa giao dịch trong nước tăng lên và đồng nội tệ có xu hướng tăng giá. Tuy nhiên, nếu năng suất của một quốc gia thua kém các quốc gia khác, hàng hóa giao dịch của quốc gia đó trở nên tương đối đắt hơn và đồng tiền có xu hướng giảm giá. **Về lâu dài, khi một quốc gia có năng suất cao hơn so với các quốc gia khác, đồng tiền của quốc gia đó sẽ tăng giá.**[2]

Lý thuyết dài hạn về hành vi tỷ giá hối đoái được tóm tắt trong Bảng Tóm tắt 2. Chúng ta sử dụng quy ước rằng tỷ giá hối đoái E được niêm yết sao cho đồng nội tệ tăng giá khi tỷ giá hối đoái tăng. Trong trường hợp của Hoa Kỳ, điều này có nghĩa là chúng ta đang niêm yết tỷ giá hối đoái dưới dạng đơn vị ngoại tệ, chẳng hạn như euro, trên một đô la.[3]

[2]Một quốc gia có thể nhỏ tới mức sự thay đổi về năng suất hoặc sở thích đối với hàng hóa trong nước hoặc nước ngoài sẽ không ảnh hưởng đến giá của những hàng hóa này so với hàng hóa nước ngoài. Trong trường hợp này, những thay đổi về năng suất hoặc những thay đổi về sở thích đối với hàng hóa trong nước hoặc nước ngoài ảnh hưởng đến thu nhập của quốc gia nhưng không chắc chắn sẽ ảnh hưởng đến giá trị của đồng tiền. Trong phân tích của mình, chúng ta giả định rằng những thay đổi về năng suất hoặc sở thích có thể ảnh hưởng đến giá tương đối và tỷ giá hối đoái.

[3]Tỷ giá hối đoái có thể được định giá dưới dạng đơn vị ngoại tệ tính trên nội tệ hoặc đơn vị nội tệ trên ngoại tệ. Trong các bài viết chuyên môn, nhiều nhà kinh tế định giá tỷ giá hối đoái là số nội tệ trên một đồng ngoại tệ để đồng nội tệ tăng giá được coi là tỷ giá hối đoái giảm. Trong cuốn sách này ta sử dụng quy ước ngược lại vì nghĩ đến việc đồng nội tệ tăng giá khi tỷ giá hối đoái tăng sẽ trực quan hơn.

TỶ GIÁ HỐI ĐOÁI TRONG NGẮN HẠN: PHÂN TÍCH CUNG CẦU

Chúng ta đã xây dựng một lý thuyết về hành vi dài hạn của tỷ giá hối đoái. Tuy nhiên, do các yếu tố tạo ra sự thay đổi trong dài hạn của tỷ giá hối đoái biến đổi chậm theo thời gian, nên nếu chúng ta muốn hiểu tại sao tỷ giá hối đoái lại có những thay đổi lớn như vậy (đôi khi vài điểm phần trăm) hàng ngày, chúng ta phải phát triển một phân tích cung cầu để giải thích tỷ giá hối đoái hiện tại (tỷ giá hối đoái giao ngay) được xác định như thế nào trong ngắn hạn.

Chìa khóa để hiểu được hành vi ngắn hạn của tỷ giá hối đoái là tỷ giá hối đoái là giá của tài sản trong nước (tiền gửi ngân hàng, trái phiếu, cổ phiếu, v.v., định giá bằng nội tệ) tính theo tài sản nước ngoài (tài sản tương tự định giá bằng ngoại tệ). Bởi vì tỷ giá hối đoái là giá của một tài sản này so với một tài sản khác, nên cách tự nhiên để xác định tỷ giá hối đoái trong ngắn hạn là phân tích cung cầu sử dụng phương pháp tiếp cận thị trường tài sản, chủ yếu dựa vào lý thuyết danh mục đầu tư. Tuy nhiên, như bạn sẽ thấy, các yếu tố quyết định dài hạn của tỷ giá hối đoái mà chúng ta vừa nêu ra cũng đóng một phần quan trọng trong cách tiếp cận thị trường tài sản ngắn hạn.

Trước đây, các phương pháp tiếp cận cung cầu để xác định tỷ giá hối đoái nhấn mạnh vai trò của cầu xuất khẩu và nhập khẩu. Phương pháp tiếp cận thị trường tài sản hiện đại hơn được sử dụng ở đây nhấn mạnh vào lượng tài sản thay vì các luồng xuất khẩu và nhập khẩu trong thời gian ngắn bởi vì các giao dịch xuất khẩu và nhập khẩu là nhỏ so với lượng tài sản trong và ngoài nước nắm giữ tại bất kỳ thời điểm nào. Ví dụ, tổng giá trị giao dịch ngoại hối ở Hoa Kỳ mỗi năm lớn hơn 25 lần so với lượng xuất khẩu và nhập khẩu của Hoa Kỳ. Do đó, trong thời gian ngắn, so với cầu xuất khẩu và nhập khẩu, quyết định nắm giữ tài sản nội địa hay nước ngoài có vai trò lớn hơn nhiều trong việc xác định tỷ giá hối đoái.

Đường cung của tài sản trong nước

Chúng ta bắt đầu bằng cách thảo luận về đường cung. Trong phân tích này, chúng ta coi Hoa Kỳ là nước bản địa, vì vậy tài sản trong nước được tính bằng đô la. Để đơn giản, chúng ta sử dụng euro để đại diện cho bất kỳ đồng tiền nước ngoài nào, vì vậy tài sản nước ngoài được tính bằng euro.

Lượng cung tài sản đô la chủ yếu là lượng tiền gửi ngân hàng, trái phiếu và cổ phiếu ở Hoa Kỳ, và để thuận tiện chúng ta có thể coi số tiền này là cố định đối với tỷ giá hối đoái. Lượng cung ở bất kỳ tỷ giá hối đoái nào là như nhau, do đó, đường cung, S, là thẳng đứng, như trong Hình 2.

Đường cầu của tài sản trong nước

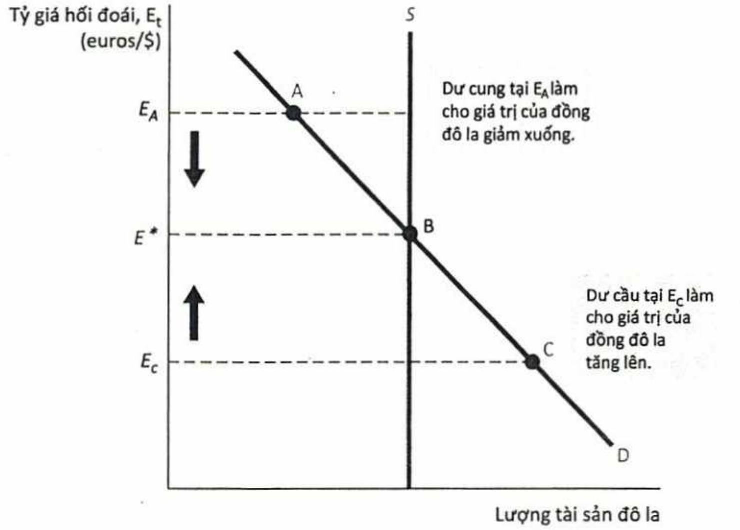
Đường cầu cho ta thấy lượng cầu tài sản trong nước (đô la) tại mỗi tỷ giá hối đoái hiện tại bằng cách giữ cho các yếu tố khác không đổi, đặc biệt là giá trị tương lai kỳ vọng của tỷ giá hối đoái. Chúng ta ký hiệu tỷ giá hối đoái hiện tại (tỷ giá hối đoái giao ngay) là E_t và tỷ giá hối đoái kỳ vọng cho kỳ tiếp theo là E^e_{t+1}. Theo gợi ý của lý thuyết lựa chọn danh mục đầu tư, yếu tố quyết định quan trọng nhất của lượng cầu tài sản trong nước (đô la) là lợi suất kỳ vọng tương đối của tài sản trong nước. Hãy xem điều gì sẽ xảy ra khi tỷ giá hối đoái hiện tại E_t giảm.

MyLab Economics Bài giảng Mini

HÌNH 2

Trạng thái cân bằng trên thị trường ngoại hối

Trạng thái cân bằng trên thị trường ngoại hối xảy ra tại điểm B, giao điểm của đường cầu *D* và đường cung *S* với tỷ giá hối đoái E^*.



Giả sử chúng ta bắt đầu tại điểm A trong Hình 2, với tỷ giá hối đoái hiện tại là E_A. Với giá trị kỳ vọng trong tương lai của tỷ giá hối đoái được giữ không đổi ở E^e_{t+1}, một giá trị thấp hơn của tỷ giá hối đoái hiện tại - ví dụ, ở E^* - nghĩa là đồng đô la có nhiều khả năng tăng giá hơn. Mức tăng giá kỳ vọng của đồng đô la càng lớn thì lợi suất tương đối trên tài sản bằng đô la (trong nước) càng cao. Theo lý thuyết lựa chọn danh mục đầu tư, bởi vì tài sản đô la hiện đang hấp dẫn hơn, lượng cầu tài sản đô la sẽ tăng lên, như được thể hiện bởi điểm B trong Hình 2. Nếu tỷ giá hối đoái hiện tại giảm hơn nữa so với E_C, sẽ có sự tăng giá kỳ vọng còn cao hơn của đồng đô la, lợi suất kỳ vọng cao hơn, và vì thế lượng cầu tài sản bằng đô la thậm chí còn lớn hơn. Hiệu ứng này được thể hiện tại điểm C trên Hình 2. Kết quả là đường cầu D, nối các điểm này, dốc xuống, cho thấy rằng tại các giá trị hiện tại thấp hơn của đồng đô la (mọi thứ khác bằng nhau), lượng cầu của tài sản đô la là cao hơn.

Một ví dụ số có thể làm rõ hơn điều này. Giả sử giá trị kỳ vọng trong tương lai của đồng đô la, E^e_{t+1}, là 1,20 euro cho mỗi đô la, và E_A là 1,10 euro mỗi đô la, E^* là 1,00 euro mỗi đô la và E_C là 0,90 euro mỗi đô la. Tại E_A với tỷ giá hối đoái là 1,10 euro mỗi đô la, mức tăng giá kỳ vọng của đồng đô la là 10% ((1,20 - 1,10)/1,10 = + 0,10 = + 10%). Khi tỷ giá hối đoái giảm xuống E^* là 1,00 euro mỗi đô la, mức tăng giá kỳ vọng hiện là 20% lớn hơn (= (1,20 - 1,00)/1,00 = + 0,20 = + 20%), và do đó lượng cầu tài sản bằng đô la là cao hơn. Khi tỷ giá hối đoái giảm hơn nữa đến E_C là 0,90 euro mỗi đô la, mức tăng giá kỳ vọng của đồng đô la sẽ tăng thêm lên 30% (= (1,20 - 0,90)/0,90 = + 0,30 = + 30%) và do đó lượng cầu của tài sản bằng đô la thậm chí còn cao hơn.

Trạng thái cân bằng trên thị trường ngoại hối

Như trong phân tích cung cầu thông thường, thị trường ở trạng thái cân bằng khi lượng cầu tài sản bằng đô la bằng lượng cung. Trong Hình 2, trạng thái cân bằng xảy ra tại điểm B, giao điểm của đường cầu và đường cung. Tại điểm B, tỷ giá hối đoái là E^*.

Giả sử tỷ giá hối đoái tại E_A, cao hơn tỷ giá hối đoái cân bằng E^*. Như chúng ta có thể thấy trong Hình 2, lượng cung tài sản bằng đô la hiện lớn hơn lượng cầu, xảy ra dư cung. Khi nhiều người muốn bán tài sản bằng đô la hơn là muốn mua chúng, giá trị của đồng đô la sẽ giảm. Miễn là tỷ giá hối đoái còn duy trì trên tỷ giá hối đoái cân bằng, dư cung tài sản bằng đô la sẽ tiếp tục và đồng đô la sẽ giảm giá trị cho đến khi đạt đến tỷ giá hối đoái cân bằng là E^*.

Tương tự, nếu tỷ giá hối đoái nhỏ hơn tỷ giá hối đoái cân bằng tại E_C, thì lượng cầu tài sản bằng đô la sẽ vượt quá lượng cung, là tình huống dư cầu. Nếu nhiều người muốn mua tài sản bằng đô la hơn là muốn bán chúng, giá trị của đồng đô la sẽ tăng cho đến khi lượng dư cầu biến mất và giá trị của đồng đô la lại ở mức tỷ giá hối đoái cân bằng là E^*.

GIẢI THÍCH SỰ THAY ĐỔI TRONG TỶ GIÁ HỐI ĐOÁI

Phân tích cung cầu của thị trường ngoại hối minh họa cách thức và lý do tại sao tỷ giá hối đoái thay đổi.[4] Chúng ta đã đơn giản hóa phân tích này bằng cách giả định rằng lượng tài sản bằng đô la là cố định: Đường cung thẳng đứng tại một lượng nhất định và không dịch chuyển. Theo giả định này, chúng ta chỉ cần xem xét những yếu tố làm dịch chuyển đường cầu của tài sản đô la để giải thích tỷ giá hối đoái thay đổi như thế nào theo thời gian.

Sự thay đổi cầu của tài sản trong nước

Như chúng ta đã thấy, lượng cầu tài sản trong nước (đô la) phụ thuộc vào lợi suất kỳ vọng tương đối của tài sản đô la. Để xem đường cầu dịch chuyển như thế nào, chúng ta cần xác định lượng cầu thay đổi như thế nào, giữ tỷ giá hối đoái hiện tại, E_t, không đổi, khi các yếu tố khác thay đổi.

Để hiểu về hướng mà đường cầu sẽ dịch chuyển, giả sử bạn là một nhà đầu tư đang cân nhắc đổ quỹ vào tài sản trong nước (đô la). Khi một yếu tố thay đổi, bạn phải quyết định xem, ở mức tỷ giá hối đoái hiện tại và giữ tất cả các biến khác không đổi, bạn sẽ kiếm được lợi suất kỳ vọng cao hơn hay thấp hơn từ tài sản đô la so với tài sản nước ngoài. Quyết định này sẽ cho bạn biết liệu bạn muốn nắm giữ nhiều hay ít tài sản đô la hơn và do đó liệu lượng cầu sẽ tăng hay giảm ở mỗi mức của tỷ giá hối đoái. Chiều hướng thay đổi của lượng cầu ở mỗi tỷ giá hối đoái cho biết đường cầu sẽ dịch chuyển theo hướng nào. Nói cách khác, nếu lợi suất kỳ vọng tương đối của tài sản bằng đô la tăng lên, giữ tỷ giá hối đoái hiện tại không đổi, đường cầu sẽ dịch chuyển sang phải. Nếu lợi suất kỳ vọng tương đối giảm, đường cầu sẽ dịch chuyển sang trái.

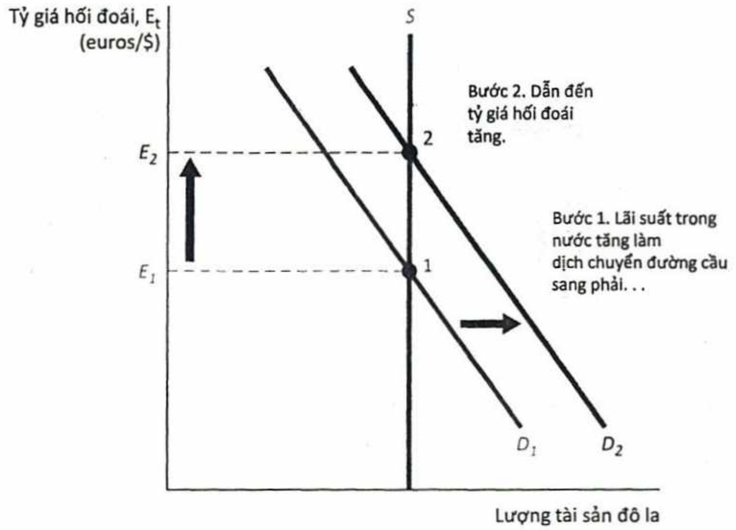
[4]Nguyên nhân và cách thức tỷ giá hối đoái thay đổi cũng có thể được mô hình hóa bằng cách sử dụng điều kiện ngang giá lãi suất, một khái niệm quan trọng trong tài chính quốc tế cho thấy mối quan hệ giữa lãi suất trong nước, lãi suất nước ngoài và sự tăng giá kỳ vọng của đồng nội tệ. Điều kiện ngang giá lãi suất và cách nó giải thích việc xác định tỷ giá hối đoái được thảo luận trong phần phụ lục của chương này.

MyLab Economics Bài giảng Mini

HÌNH 3

Phản ứng với việc tăng lãi suất trong nước, i^D

Khi lãi suất trong nước i^D tăng, lợi suất kỳ vọng tương đối của tài sản trong nước (đô la) tăng và đường cầu dịch chuyển sang phải. Tỷ giá hối đoái cân bằng tăng từ E_1 lên E_2.



Lãi suất trong nước, i^D Giả sử rằng các tài sản đô la trả lãi suất i^D. Khi lãi suất trong nước của tài sản đô la i^D tăng, giữ tỷ giá hối đoái hiện tại E_t và mọi thứ khác không đổi, lợi suất của tài sản đô la tăng so với lợi suất của tài sản nước ngoài và do đó mọi người sẽ muốn nắm giữ nhiều tài sản đô la hơn. Lượng cầu tài sản bằng đô la tăng lên ở mọi giá trị của tỷ giá hối đoái, thể hiện bằng sự dịch chuyển sang phải của đường cầu từ D_1 sang D_2 trong Hình 3. Điểm cân bằng mới đạt được tại điểm 2, giao điểm của D_2 và S, và tỷ giá hối đoái cân bằng tăng từ E_1 lên E_2. ***Lãi suất trong nước i^D tăng làm dịch chuyển đường cầu tài sản trong nước D sang phải và làm cho đồng nội tệ tăng giá (E ↑).***

Ngược lại, nếu i^D giảm, lợi suất kỳ vọng tương đối của tài sản bằng đô la giảm, đường cầu dịch chuyển sang trái và tỷ giá hối đoái giảm. ***Lãi suất trong nước i^D giảm làm dịch chuyển đường cầu tài sản trong nước D sang trái và làm cho đồng nội tệ giảm giá (E ↓).***

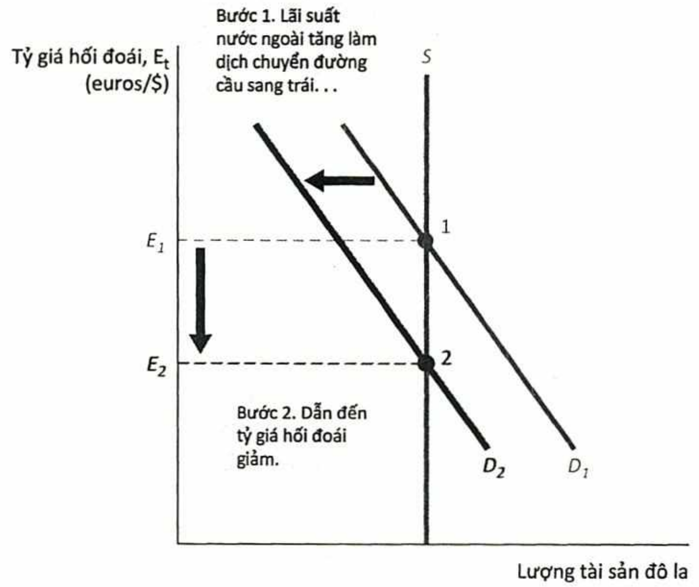
Lãi suất nước ngoài, i^F Giả sử tài sản nước ngoài trả lãi suất i^F. Khi lãi suất nước ngoài i^F tăng, giữ tỷ giá hối đoái hiện tại và mọi thứ khác không đổi, lợi suất của tài sản nước ngoài tăng so với lợi suất của tài sản bằng đô la. Do đó, lợi suất kỳ vọng tương đối trên tài sản đô la giảm. Bây giờ mọi người muốn nắm giữ ít tài sản đô la hơn, và lượng cầu giảm ở mọi giá trị của tỷ giá hối đoái. Kịch bản này được thể hiện bằng sự dịch chuyển sang trái của đường cầu từ D_1 sang D_2 trong Hình 4. Điểm cân bằng mới đạt được tại điểm 2, khi giá trị của đồng đô la giảm. Ngược lại, i^F giảm làm tăng lợi suất kỳ vọng tương đối của tài sản đô la, dịch chuyển đường cầu sang phải và tăng tỷ giá hối đoái. Tóm lại, ***việc tăng lãi suất nước ngoài i^F làm dịch chuyển đường cầu D sang trái và làm cho đồng nội tệ giảm giá; lãi suất ngoại i^F giảm làm dịch chuyển đường cầu D sang phải và làm cho đồng nội tệ tăng giá.***

MyLab Economics Bài giảng Mini

HÌNH 4

Phản ứng với việc tăng lãi suất nước ngoài, i^F

Khi lãi suất nước ngoài i^F tăng, lợi suất kỳ vọng tương đối của tài sản trong nước (đô la) giảm và đường cầu dịch chuyển sang trái. Tỷ giá hối đoái cân bằng giảm từ E_1 xuống E_2.



Những thay đổi của tỷ giá hối đoái kỳ vọng trong tương lai, E^e_{t+1}, Kỳ vọng về giá trị tương lai của tỷ giá hối đoái đóng một vai trò quan trọng trong việc dịch chuyển đường cầu hiện tại vì cầu của tài sản trong nước, giống như của bất kỳ tài sản vật chất hoặc tài chính nào, phụ thuộc vào giá bán lại trong tương lai. Với tỷ giá hối đoái hiện tại E_t, bất kỳ yếu tố nào khiến tỷ giá hối đoái kỳ vọng trong tương lai E^e_{t+1} tăng lên đều làm tăng mức tăng giá kỳ vọng của đồng đô la. Kết quả là lợi suất kỳ vọng tương đối cao hơn của tài sản đô la, làm tăng cầu của tài sản đô la ở mọi tỷ giá hối đoái, do đó dịch chuyển đường cầu sang phải từ D_1 sang D_2 trong Hình 5. Tỷ giá hối đoái cân bằng tăng lên điểm 2 tại giao điểm của đường D_2 và S. ***Tỷ giá hối đoái kỳ vọng trong tương lai E^e_{t+1} tăng làm dịch chuyển đường cầu sang phải và khiến đồng nội tệ tăng giá.*** Lập luận tương tự, ***tỷ giá hối đoái kỳ vọng trong tương lai E^e_{t+1} giảm làm dịch chuyển đường cầu sang trái và gây ra sự giảm giá của đồng tiền.***

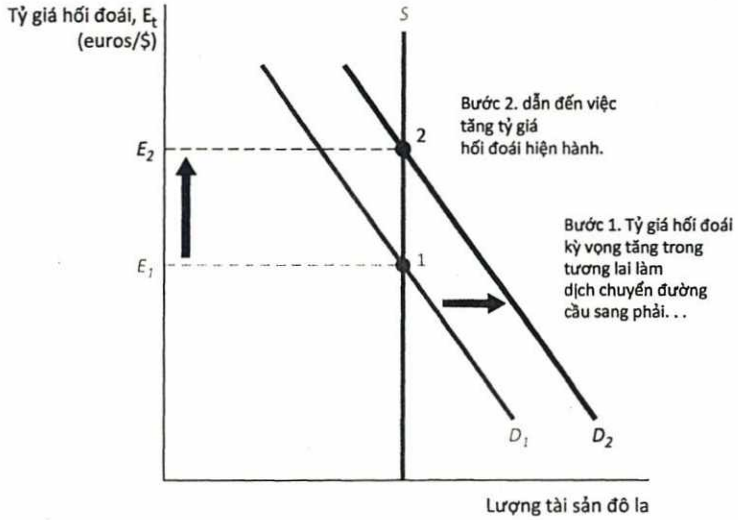
Ở đầu chương, chúng ta đã thảo luận về các yếu tố quyết định tỷ giá hối đoái trong dài hạn: mức giá tương đối, rào cản thương mại tương đối, cầu xuất nhập khẩu và năng suất tương đối (tham khảo Bảng tóm tắt 2). Bốn yếu tố này ảnh hưởng đến tỷ giá hối đoái kỳ vọng trong tương lai. Lý thuyết ngang giá sức mua cho thấy rằng nếu mức giá của Hoa Kỳ cao hơn so với mức giá của nước ngoài được kỳ vọng sẽ tiếp tục tồn tại, thì đồng đô la sẽ giảm giá trong thời gian dài. Do đó, mức giá tương đối kỳ vọng cao hơn của Hoa Kỳ nên có xu hướng giảm E^e_{t+1}, giảm lợi suất kỳ vọng tương đối của tài sản đô la, dịch chuyển đường cầu sang trái và giảm tỷ giá hối đoái hiện hành.

MyLab Economics Bài giảng Mini

HÌNH 5

Phản ứng đối với việc tăng tỷ giá hối đoái kỳ vọng trong tương lai, E^e_{t+1}

Khi tỷ giá hối đoái kỳ vọng trong tương lai tăng, lợi suất kỳ vọng tương đối của tài sản trong nước (đô la) tăng và đường cầu dịch chuyển sang phải. Tỷ giá hối đoái cân bằng tăng từ E_1 lên E_2.

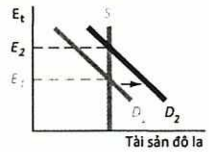
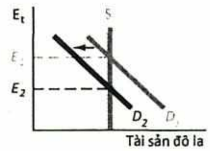
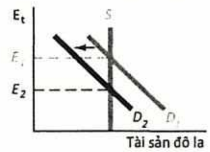
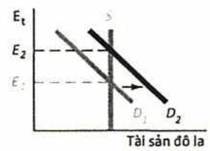
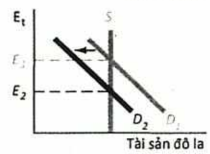
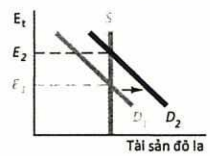
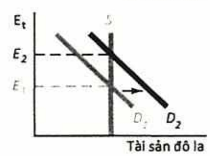


Tương tự, các yếu tố quyết định dài hạn khác của tỷ giá hối đoái có thể ảnh hưởng đến lợi suất kỳ vọng tương đối của tài sản bằng đô la và tỷ giá hối đoái hiện tại. Tóm lại, những thay đổi sau đây, tất cả đều làm tăng cầu về hàng hóa trong nước so với hàng hóa nước ngoài, sẽ làm tăng E^e_{t+1}: (1) kỳ vọng về mức giá của Hoa Kỳ giảm so với mức giá nước ngoài; (2) kỳ vọng về các rào cản thương mại của Hoa Kỳ cao hơn so với các rào cản ngoại thương; (3) kỳ vọng về cầu nhập khẩu của Hoa Kỳ thấp hơn; (4) kỳ vọng về cầu nước ngoài cao hơn của hàng xuất khẩu của Hoa Kỳ; và (5) kỳ vọng năng suất của người Mỹ cao hơn so với năng suất nước ngoài. Bằng cách tăng E^e_{t+1}, tất cả những thay đổi này đều làm tăng lợi suất kỳ vọng tương đối của tài sản bằng đô la, dịch chuyển đường cầu sang phải và gây ra sự tăng giá của đồng nội tệ, đồng đô la.

Thực tế về tính dễ biến động của tỷ giá hối đoái được giải thích bằng phân tích ở đây. Bởi vì kỳ vọng tăng giá của đồng nội tệ ảnh hưởng đến lợi suất kỳ vọng của tài sản trong nước, kỳ vọng về mức giá, lạm phát, rào cản thương mại, năng suất, cầu nhập khẩu, cầu xuất khẩu và chính sách tiền tệ đóng vai trò quan trọng trong việc xác định tỷ giá hối đoái. Khi kỳ vọng về bất kỳ biến số nào trong số này thay đổi, như chúng vẫn - và thường xuyên xảy ra, phân tích của chúng ta chỉ ra rằng lợi suất kỳ vọng của tài sản trong nước, cùng với đó là tỷ giá hối đoái, sẽ ngay lập tức bị ảnh hưởng. Vì kỳ vọng vào tất cả các biến số này thay đổi khi có bất cứ thông tin mới nào xuất hiện, nên không có gì ngạc nhiên khi tỷ giá hối đoái biến động.

BẢNG TÓM TẮT 3

Các yếu tố làm thay đổi đường cầu của tài sản trong nước và ảnh hưởng đến tỷ giá hối đoái

Yếu tố	Thay đổi của Yếu tố	Thay đổi Lượng cầu Tài sản Trong nước tại mỗi Tỷ giá hối đoái	Phản ứng của tỷ giá hối đoái, E_t	
Lãi suất trong nước, i^D	↑	↑	↑	
Lãi suất nước ngoài, i^F	↑	↓	↓	
Mặt bằng giá trong nước kỳ vọng*	↑	↓	↓	
Các rào cản thương mại kỳ vọng*	↑	↑	↑	
Cầu nhập khẩu kỳ vọng	↑	↓	↓	
Cầu xuất khẩu kỳ vọng	↑	↑	↑	
Năng suất kỳ vọng*	↑	↑	↑	

*So với các nước khác.

Lưu ý: Chỉ những gia tăng (↑) trong các yếu tố được hiển thị; tác động của việc giảm các biến đổi với tỷ giá hối đoái ngược lại với những ảnh hưởng được chỉ ra trong cột "Phản ứng".

Tóm tắt: Các yếu tố thay đổi tỷ giá hối đoái

Bảng Tóm tắt 3 trình bày tất cả các yếu tố làm dịch chuyển đường cầu về tài sản trong nước và do đó khiến tỷ giá hối đoái thay đổi. Đường cầu dịch chuyển khi một yếu tố thay đổi, trong khi các yếu tố khác không đổi, bao gồm cả tỷ giá hối đoái hiện tại. Một lần nữa, lý thuyết lựa chọn danh mục đầu tư khẳng định rằng những thay đổi trong lợi suất kỳ vọng tương đối của tài sản đô la là nguồn gốc của sự dịch chuyển trong đường cầu.

Hãy xem lại điều gì xảy ra khi từng yếu tố trong số bảy yếu tố ở Bảng 3 thay đổi. Hãy nhớ rằng để hiểu hướng dịch chuyển của đường cầu, chúng ta phải xem xét điều gì sẽ xảy ra đối với lợi suất kỳ vọng tương đối của tài sản bằng đô la khi yếu tố này thay đổi. Nếu lợi suất kỳ vọng tương đối tăng lên, giữ tỷ giá hối đoái hiện tại không đổi, đường cầu dịch chuyển sang phải. Nếu lợi suất kỳ vọng tương đối giảm, đường cầu dịch chuyển sang trái.

1. Khi lãi suất của tài sản trong nước i^D tăng, lợi suất kỳ vọng của tài sản bằng đô la tăng theo mỗi tỷ giá hối đoái và do đó lượng cầu tăng lên. Do đó, đường cầu dịch chuyển sang phải và tỷ giá hối đoái cân bằng tăng lên, như thể hiện trong hàng đầu tiên của Bảng 3.
2. Khi lãi suất nước ngoài i^F tăng, lợi suất của tài sản nước ngoài tăng, và do đó lợi suất kỳ vọng tương đối của tài sản bằng đô la giảm. Khi đó, lượng cầu của tài sản bằng đô la giảm, đường cầu dịch chuyển sang trái và tỷ giá hối đoái giảm, như được thể hiện trong hàng thứ hai của Bảng 3.
3. Khi mức giá trong nước kỳ vọng tăng so với mức giá nước ngoài, phân tích về các yếu tố quyết định dài hạn của tỷ giá hối đoái cho thấy giá trị của đồng đô la sẽ giảm trong tương lai. Do đó, lợi nhuận kỳ vọng của tài sản bằng đô la giảm, lượng cầu giảm, đường cầu dịch chuyển sang trái và tỷ giá hối đoái giảm, như được chỉ ra trong hàng thứ ba của Bảng 3.
4. Khi các rào cản thương mại kỳ vọng mạnh hơn, giá trị của đồng đô la cao hơn trong thời gian dài và lợi nhuận kỳ vọng trên tài sản đô la cao hơn. Do đó, lượng cầu về tài sản bằng đô la tăng lên, đường cầu dịch chuyển sang phải và tỷ giá hối đoái tăng lên, như thể hiện trong hàng thứ tư của Bảng 3.
5. Khi cầu nhập khẩu kỳ vọng tăng lên, chúng ta kỳ vọng tỷ giá hối đoái sẽ giảm trong thời gian dài, dẫn đến lợi suất kỳ vọng của tài sản bằng đô la giảm. Do đó, lượng cầu của tài sản bằng đô la tại mỗi giá trị của tỷ giá hối đoái hiện tại giảm xuống, đường cầu dịch chuyển sang trái và tỷ giá hối đoái giảm, như được thể hiện trong hàng thứ năm của Bảng 3.
6. Khi cầu xuất khẩu kỳ vọng tăng, tỷ giá hối đoái kỳ vọng sẽ tăng trong dài hạn. Do đó, lợi suất kỳ vọng của tài sản bằng đô la tăng, đường cầu dịch chuyển sang phải và tỷ giá hối đoái tăng, như được chỉ ra trong hàng thứ sáu của Bảng 3.
7. Khi năng suất trong nước kỳ vọng tăng, tỷ giá hối đoái kỳ vọng sẽ tăng trong dài hạn, làm lợi suất kỳ vọng của tài sản trong nước tăng lên. Do đó, lượng cầu ở mỗi tỷ giá hối đoái tăng lên, đường cầu dịch chuyển sang phải và tỷ giá hối đoái tăng lên, như thể hiện trong hàng thứ bảy của Bảng 3.

ỨNG DỤNG Ảnh hưởng của thay đổi lãi suất lên tỷ giá hối đoái cân bằng

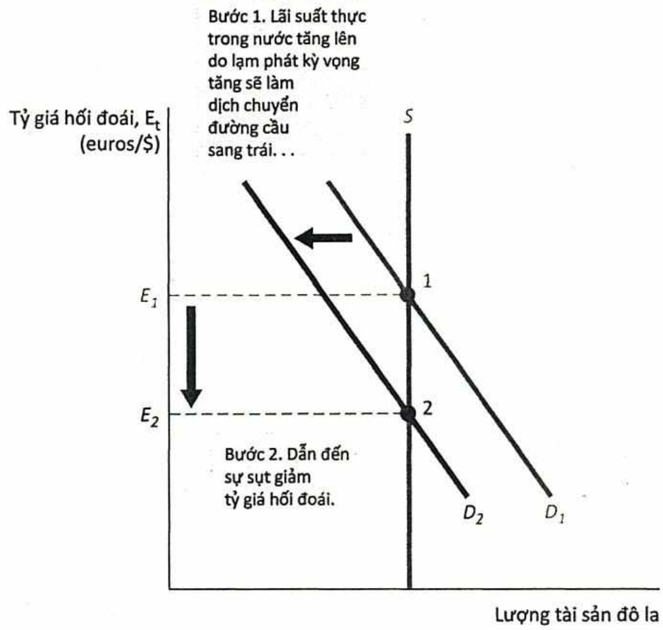
Phân tích ở trên đã cho chúng ta biết các yếu tố ảnh hưởng đến tỷ giá hối đoái cân bằng. Bây giờ chúng ta sử dụng phân tích này để đánh giá kỹ hơn phản ứng của tỷ giá hối đoái đối với những thay đổi của lãi suất và tăng trưởng tiền tệ.

MyLab Economics Bài giảng Mini

HÌNH 6

Ảnh hưởng của việc tăng lãi suất trong nước do kết quả của việc tăng lạm phát kỳ vọng

Bởi vì lạm phát kỳ vọng trong nước tăng dẫn đến sự sụt giảm trong mức tăng giá kỳ vọng của đồng đô la lớn hơn mức tăng của lãi suất trong nước, lợi suất kỳ vọng tương đối của tài sản trong nước (đô la) giảm. Đường cầu dịch chuyển sang trái và tỷ giá hối đoái cân bằng giảm từ E_1 xuống E_2.



Vì để phân tích tác động của việc thay đổi lãi suất, chúng ta không nhất thiết phải phân biệt cẩn thận các nguồn gốc gây ra sự thay đổi. Phương trình Fisher (Chương 4) nói rằng lãi suất danh nghĩa như i^D bằng lãi suất *thực* cộng với lạm phát kỳ vọng: $i = i_r + \pi^e$. Do đó, phương trình Fisher chỉ ra rằng lãi suất i^D có thể thay đổi vì hai lý do: Lãi suất thực thay đổi hoặc tỷ lệ lạm phát kỳ vọng thay đổi. Tác động lên tỷ giá hối đoái khá khác nhau, tùy thuộc vào yếu tố nào trong hai yếu tố này là nguồn gốc của sự thay đổi lãi suất danh nghĩa.

Giả sử lãi suất thực trong nước tăng, do đó lãi suất danh nghĩa i^D tăng trong khi lạm phát kỳ vọng không đổi. Trong trường hợp này, có thể cho rằng mức tăng giá kỳ vọng của đồng đô la sẽ không thay đổi vì lạm phát kỳ vọng không đổi. Trong trường hợp này, sự gia tăng i^D làm tăng lợi suất kỳ vọng tương đối của tài sản bằng đô la, làm tăng lượng cầu tài sản bằng đô la ở mỗi mức tỷ giá hối đoái và dịch chuyển đường cầu sang phải. Chúng ta kết thúc với tình huống được mô tả trong Hình 3, phân tích sự gia tăng i^D, giữ mọi thứ khác không đổi. Mô hình thị trường ngoại hối của chúng ta cho kết quả như sau: ***Khi lãi suất thực trong nước tăng, đồng nội tệ tăng giá.***

Khi lãi suất danh nghĩa tăng do lạm phát kỳ vọng tăng, chúng ta nhận được một kết quả khác với kết quả thể hiện trong Hình 3. Sự gia tăng lạm phát trong nước kỳ vọng dẫn đến sự giảm giá kỳ vọng của đồng đô la, thường là lớn hơn mức tăng của lãi suất trong nước i^D. Kết quả là, tại bất kỳ tỷ giá hối đoái nhất định nào, lợi suất kỳ vọng tương đối của tài sản trong nước (đô la) giảm, đường cầu dịch chuyển sang trái và tỷ giá hối đoái giảm từ E_1 xuống E_2, như thể hiện trong Hình 6. Phân tích của chúng ta dẫn đến kết luận này: ***Khi lãi suất trong nước tăng do lạm phát kỳ vọng tăng, đồng nội tệ giảm giá.***

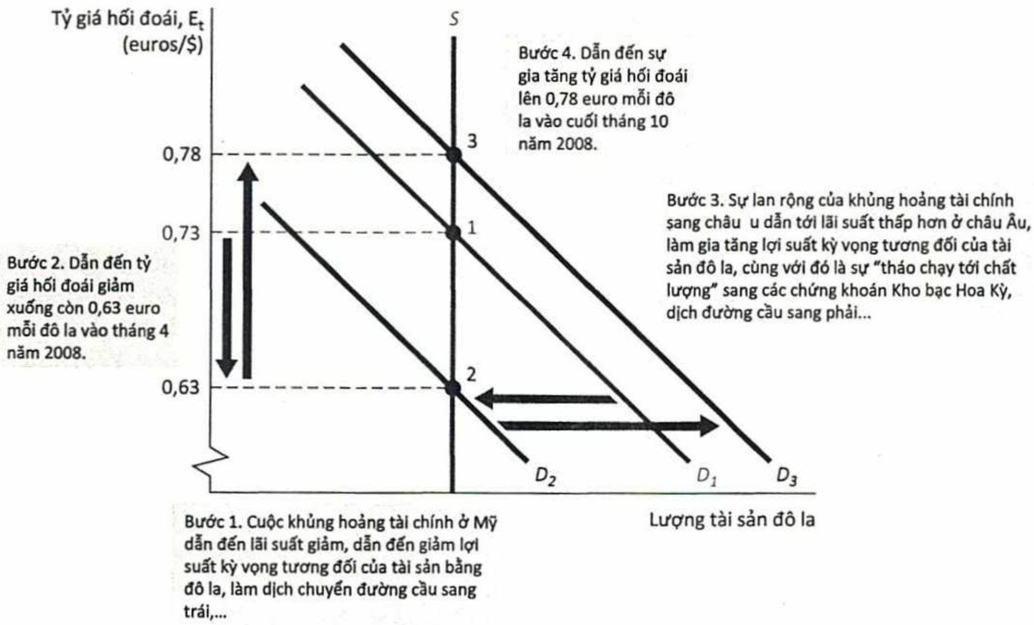
Vì kết quả này hoàn toàn khác với kết quả thu được khi lãi suất trong nước tăng đi kèm với lãi suất thực tế cao hơn, nên chúng ta luôn phải phân biệt giữa các thước đo thực và danh nghĩa khi phân tích ảnh hưởng của lãi suất đến tỷ giá hối đoái.

ỨNG DỤNG Cuộc khủng hoảng tài chính toàn cầu và đồng đô la

Khi cuộc khủng hoảng tài chính toàn cầu bắt đầu vào tháng 8 năm 2007, đồng đô la bắt đầu giảm giá trị nhanh chóng, giảm 9% so với đồng euro cho đến giữa tháng 7 năm 2008. Sau khi chạm mức thấp nhất mọi thời đại so với đồng euro vào ngày 11 tháng 7, giá trị của đồng đô la đột ngột tăng vọt, hơn 20% so với đồng euro vào cuối tháng 10. Mối quan hệ giữa cuộc khủng hoảng tài chính toàn cầu và những biến động lớn về giá trị của đồng đô la là gì?

Phân tích cung cầu về những gì đã xảy ra với đồng đô la được minh họa trong Hình 7. Bởi vì chúng ta đang phân tích những gì đã xảy ra với giá trị của đồng đô la, chúng ta lại

MyLab Economics Bài giảng Mini



HÌNH 7 Khủng hoảng tài chính toàn cầu và đồng đô la

Cuộc khủng hoảng tài chính ở Hoa Kỳ đã dẫn đến việc lãi suất giảm, dẫn đến giảm lợi suất kỳ vọng tương đối của tài sản bằng đồng đô la, làm dịch chuyển đường cầu sang trái và hạ tỷ giá hối đoái xuống 0,63 euro mỗi đô la vào tháng 4 năm 2008. Sự chênh lệch của cuộc khủng hoảng tài chính toàn cầu đối với châu Âu dẫn đến lãi suất châu Âu giảm, làm tăng lợi suất kỳ vọng tương đối của tài sản bằng đô la, cùng với "sự tháo chạy tới chất lượng" đối với chứng khoán Kho bạc Hoa Kỳ, đã dịch chuyển đường cầu sang phải và tăng tỷ giá hối đoái đến 0,78 euro mỗi đô la vào cuối tháng 10 năm 2008.

coi đô la Mỹ là đồng nội tệ. Do đó, tỷ giá hối đoái trên trục tung trong biểu đồ được tính là euro trên một đô la Mỹ, vì vậy tỷ giá hối đoái tăng là sự tăng giá của đồng đô la. Trục hoành là số lượng tài sản của Mỹ (đô la). Vào tháng 8 năm 2007 trước khi cuộc khủng hoảng bắt đầu, tỷ giá hối đoái của đồng đô la là 0,73 euro/đô la tại điểm cân bằng 1.

Trong suốt năm 2007, những tác động tiêu cực của cuộc khủng hoảng tài chính đối với hoạt động kinh tế chủ yếu chỉ giới hạn ở Hoa Kỳ. Cục Dự trữ Liên bang đã hành động tích cực để giảm lãi suất để chống lại các tác động tiêu cực, giảm mục tiêu lãi suất liên bang xuống 325 điểm cơ bản từ tháng 9 năm 2007 đến tháng 4 năm 2008. Ngược lại, các ngân hàng trung ương khác như ECB không thấy cần phải giảm lãi suất, đặc biệt là do giá năng lượng cao đã dẫn đến lạm phát tăng vọt. Do đó, lợi suất kỳ vọng tương đối của tài sản đô la giảm, làm dịch chuyển đường cầu của tài sản đô la sang trái trong Hình 7 từ D1 sang D2. Điểm cân bằng chuyển từ điểm 1 vào tháng 8 năm 2007 sang điểm 2 vào tháng 4 năm 2008, dẫn đến sự suy giảm tỷ giá hối đoái cân bằng là 0,63 euro mỗi đô la.Do đó, phân tích của chúng ta về thị trường ngoại hối giải thích tại sao giai đoạn đầu của cuộc khủng hoảng tài chính toàn cầu đã dẫn đến sự sụt giảm giá trị của đồng đô la.

Bây giờ chúng ta chuyển sang sự gia tăng giá trị của đồng đô la. Bắt đầu từ mùa hè năm 2008, ảnh hưởng của cuộc khủng hoảng tài chính toàn cầu đối với hoạt động kinh tế bắt đầu lan rộng hơn trên toàn thế giới. Ngân hàng Trung ương Châu Âu bắt đầu cắt giảm lãi suất, với kỳ vọng rằng các đợt giảm lãi suất tiếp theo sẽ diễn ra, và thực tế chúng đã diễn ra. Việc lãi suất kỳ vọng nước ngoài giảm sau đó làm tăng lợi suất kỳ vọng tương đối của tài sản bằng đô la, dẫn đến sự dịch chuyển sang phải trong đường cầu từ D2 sang D3, với điểm cân bằng chuyển sang điểm 3, đồng đô la tăng lên 0,78 euro mỗi đô la vào cuối vào tháng 10 năm 2008. Một yếu tố khác thúc đẩy đồng đô la tăng giá là "sự tháo chạy đến chất lượng" xảy ra khi cuộc khủng hoảng tài chính toàn cầu đạt đến giai đoạn đặc biệt nghiêm trọng vào tháng 9 và tháng 10. Cả người Mỹ và người nước ngoài giờ đây đều muốn cất tiền của họ ở tài sản an toàn nhất có thể: chứng khoán Kho bạc Hoa Kỳ. Sự gia tăng cầu đối với tài sản bằng đô la đã cung cấp thêm lý do cho đường cầu của tài sản bằng đô la dịch chuyển sang phải, do đó giúp tạo ra sự tăng giá mạnh của đồng đô la. ◆

ỨNG DỤNG Brexit và Bảng Anh

Như đã lưu ý trong phần giới thiệu, cuộc bỏ phiếu Brexit ở Vương quốc Anh vào ngày 23 tháng 6 năm 2016, đã khiến đồng bảng Anh giảm giá gần 10%, từ 1,48 đô la xuống một bảng Anh vào ngày 23 tháng 6, ngay trước cuộc bỏ phiếu, xuống còn 1,36 đô la mỗi bảng Anh vào ngày 24 tháng 6. Điều gì giải thích cho sự sụt giảm lớn trong một ngày của tỷ giá hối đoái của đồng bảng Anh?

Ở đây chúng ta sử dụng phân tích cung cầu của thị trường ngoại hối trong Hình 8 để trả lời câu hỏi này. Do đang phân tích điều gì đã xảy ra với giá trị của đồng bảng Anh, nên chúng ta coi đồng bảng Anh là đồng nội tệ và xem xét cung và cầu của đồng bảng Anh. Do đó, tỷ giá hối đoái trên trục tung trong hình được tính bằng đô la Mỹ trên một pound, vì vậy tỷ giá hối đoái tăng là sự tăng giá của đồng bảng Anh. Trục hoành là số lượng tài sản của bảng Anh. Vào ngày 23 tháng 6, ngay trước cuộc bỏ phiếu Brexit, điểm cân bằng ban đầu là ở điểm 1, với tỷ giá hối đoái cân bằng của đồng bảng Anh ở mức 1,48 đô la một bảng Anh.

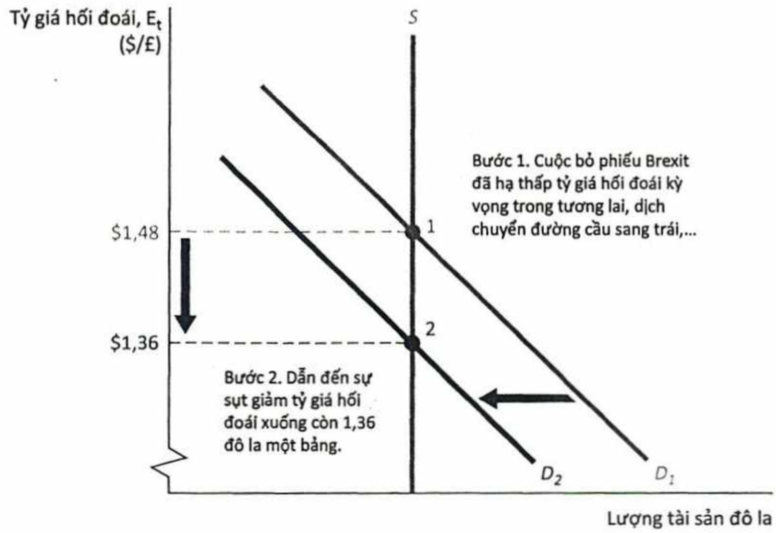
Cuộc bỏ phiếu Brexit sẽ dẫn đến việc Vương quốc Anh không còn quyền tiếp cận "thị trường đơn nhất" của Liên minh châu Âu, do đó có khả năng tạo ra các rào cản thương mại đáng kể đối với việc xuất khẩu hàng hóa và dịch vụ của Anh, đặc biệt là dịch vụ tài chính, một trong những lĩnh vực quan trọng nhất của Anh. Vì các rào cản thương mại của Liên

MyLab Economics Bài giảng Mini

HÌNH 8

Brexit và đồng Bảng Anh

Cuộc bỏ phiếu Brexit đã hạ thấp lợi suất kỳ vọng của tài sản bảng Anh, điều này làm dịch chuyển đường cầu sang trái và hạ tỷ giá hối đoái xuống 1,36 đô la/bảng



minh châu Âu kỳ vọng cao hơn, cầu của hàng hóa và dịch vụ của Anh sẽ giảm trong tương lai, làm giá trị kỳ vọng của đồng bảng Anh sẽ thấp hơn trong tương lai. Do đó, lợi suất kỳ vọng tương đối của tài sản bằng đồng bảng Anh giảm, và do đó lượng cầu của tài sản đồng bảng Anh giảm ở bất kỳ tỷ giá hối đoái nhất định nào, làm dịch chuyển đường cầu của tài sản đồng bảng Anh sang trái. Kết quả là tỷ giá hối đoái cân bằng của bảng Anh giảm mạnh xuống còn 1,36 đô la/bảng. •

TÓM LƯỢC

1. Tỷ giá hối đoái (giá của đồng tiền nước này so với đồng tiền của nước khác) rất quan trọng vì chúng ảnh hưởng đến giá hàng hóa sản xuất trong nước bán ra nước ngoài và giá vốn hàng hóa nước ngoài mua trong nước.
2. Lý thuyết ngang giá sức mua cho rằng những thay đổi trong dài hạn của tỷ giá hối đoái giữa đồng tiền của hai quốc gia được xác định bởi sự thay đổi của mức giá tương đối ở hai quốc gia. Các yếu tố khác ảnh hưởng đến tỷ giá hối đoái trong dài hạn là thuế quan và hạn ngạch, cầu nhập khẩu, cầu xuất khẩu và năng suất.
3. Trong ngắn hạn, tỷ giá hối đoái được xác định bởi những thay đổi trong lợi suất kỳ vọng tương đối của tài sản trong nước, làm cho đường cầu dịch chuyển. Bất kỳ yếu tố nào làm thay đổi lợi suất kỳ vọng tương đối của tài sản trong nước sẽ dẫn đến thay đổi tỷ giá hối đoái. Các yếu tố đó bao gồm những thay đổi về lãi suất tài sản trong và ngoài nước, cũng như những thay đổi của bất kỳ yếu tố nào ảnh hưởng đến tỷ giá hối đoái trong dài hạn và theo đó là tỷ giá hối đoái kỳ vọng trong tương lai.
4. Cách tiếp cận thị trường tài sản để xác định tỷ giá hối đoái có thể giải thích những thay đổi về giá trị của đồng đô la trong cuộc khủng hoảng tài chính toàn cầu, và sự sụt giảm mạnh giá trị của đồng bảng Anh sau cuộc bỏ phiếu Brexit.

THUẬT NGỮ QUAN TRỌNG

CÂU HỎI

Tất cả các câu hỏi đều có trong **MyLab Economics** *tại* www.pearson.com/mylab/economics.

1. Giả sử bạn đang cân nhắc đi nghỉ ở nước ngoài và đồng euro đã tăng giá 15% so với đô la Mỹ. Bạn sẽ sẵn sàng đến thăm Rome và Paris hơn hay ít đi?
2. "Một quốc gia luôn yếu hơn khi đồng tiền của nó yếu (giảm giá trị)." Tuyên bố này đúng, sai hay không chắc chắn? Giải thích câu trả lời của bạn.
3. Khi đồng đô la Mỹ giảm giá, điều gì xảy ra đối với xuất khẩu và nhập khẩu ở Hoa Kỳ?
4. Nếu mức giá của Nhật Bản tăng 5% so với mức giá ở Hoa Kỳ, thì điều gì sẽ xảy ra theo lý thuyết ngang giá sức mua đối với giá trị của đồng yên Nhật tính theo đô la?
5. Nếu cầu của hàng xuất khẩu của một quốc gia giảm xuống đồng thời với việc tăng thuế đối với hàng nhập khẩu, thì đồng tiền của quốc gia đó sẽ có xu hướng tăng giá hay giảm giá trong dài hạn?
6. Khi Cục Dự trữ Liên bang thực hiện chính sách tiền tệ mở rộng, điều gì sẽ xảy ra với lượng cung tiền? Điều này ảnh hưởng như thế nào đến nguồn cung tài sản đô la?
7. Từ năm 2009 đến năm 2011, nền kinh tế của Úc và Thụy Sĩ chịu ảnh hưởng tương đối nhẹ từ cuộc khủng hoảng tài chính toàn cầu. Đồng thời, nhiều quốc gia trong khu vực đồng euro bị ảnh hưởng nặng nề bởi tỷ lệ thất nghiệp cao và gánh nặng nợ chính phủ cao không bền vững. Điều này sẽ ảnh hưởng như thế nào đến tỷ giá hối đoái euro/franc Thụy Sĩ và euro/đô la Úc?
8. Vào giữa đến cuối những năm 1970, đồng yên tăng giá so với đồng đô la, mặc dù tỷ lệ lạm phát của Nhật Bản cao hơn của Mỹ. Điều này có thể được giải thích như thế nào bằng sự cải thiện năng suất của ngành công nghiệp Nhật Bản so với ngành công nghiệp Hoa Kỳ?
9. Giả sử tổng thống Hoa Kỳ công bố một loạt cải cách mới bao gồm một chương trình chống lạm phát mới. Giả sử thông báo được công chúng tin tưởng, điều gì sẽ xảy ra đối với tỷ giá hối đoái của đồng đô la Mỹ?
10. Nếu chính phủ Ấn Độ bất ngờ thông báo rằng họ sẽ áp đặt thuế quan cao hơn đối với hàng hóa nước ngoài một năm kể từ bây giờ, điều gì sẽ xảy ra với giá trị của đồng rupee Ấn Độ hiện nay?
11. Nếu lãi suất danh nghĩa ở Mỹ tăng nhưng lãi suất thực tế giảm, hãy dự đoán điều gì sẽ xảy ra với tỷ giá hối đoái đô la Mỹ.
12. Nếu các công ty ô tô Mỹ thực hiện một bước đột phá trong công nghệ ô tô và có thể sản xuất một chiếc xe chạy được 200 dặm một gallon, điều gì sẽ xảy ra với tỷ giá hối đoái đồng đô la Mỹ?
13. Nếu người Mexico tiêu xài hoang phí và mua nhiều gấp đôi nước hoa Pháp, tivi Nhật Bản, áo len kiểu Anh, đồng hồ Thụy Sĩ và rượu vang Ý, điều gì sẽ xảy ra với giá trị của đồng peso Mexico?
14. Trong suốt mùa hè và mùa thu năm 2008, khi cuộc khủng hoảng tài chính toàn cầu bắt đầu diễn ra, các tổ chức tài chính quốc tế và các quỹ tài sản ngoại tệ đã gia tăng đáng kể việc mua chứng khoán Kho bạc Mỹ như một khoản đầu tư trú ẩn an toàn. Điều này sẽ ảnh hưởng đến tỷ giá hối đoái đô la Mỹ như thế nào?
15. Vào tháng 9 năm 2012, Cục Dự trữ Liên bang đã công bố một chương trình mua tài sản quy mô lớn (được gọi là QE3) được thiết kế để giảm lãi suất trung hạn và dài hạn. Điều này có ảnh hưởng gì đến tỷ giá hối đoái đô la/euro?
16. Vào ngày 23 tháng 6 năm 2016, cử tri ở Vương quốc Anh đã bỏ phiếu rời Liên minh Châu Âu. Từ ngày 16 tháng 6 đến ngày 23 tháng 6 năm 2016, tỷ giá hối đoái giữa bảng Anh và đô la Mỹ tăng từ 1,41 đô la một pound lên 1,48 đô la một pound. Bạn có thể nói gì về kỳ vọng của thị trường liên quan đến kết quả của cuộc trưng cầu dân ý?

BÀI TẬP ÁP DỤNG

Tất cả các bài tập áp dụng đều có trong **MyLab Economics** *tại* www.pearson.com/mylab/economics.

17. Một chiếc ô tô thể thao của Đức đang được bán với giá 70.000 euro. Giá đô la Mỹ của ô tô Đức là bao nhiêu nếu tỷ giá hối đoái là 0,90 euro mỗi đô la?
18. Nếu tỷ giá hối đoái từ đô la Canada sang đô la Mỹ là 1,28 và tỷ giá hối đoái từ bảng Anh sang đô la Mỹ là 0,62, thì tỷ giá hối đoái từ đô la Canada sang bảng Anh phải là bao nhiêu?
19. Tỷ giá hối đoái của đô la New Zealand với đô la Mỹ là 1,36 và tỷ giá hối đoái của bảng Anh với đô la Mỹ là 0,62. Nếu bạn thấy rằng bảng Anh với đô la New Zealand đang giao dịch ở mức 0,49, bạn có thể làm gì để kiếm được lợi nhuận không rủi ro?
20. Năm 1999, đồng euro được giao dịch ở mức 0,90 đô la mỗi euro. Nếu đồng euro hiện đang được giao dịch ở mức 1,16 đô la mỗi euro, thì tỷ lệ phần trăm thay đổi trong giá trị của đồng euro là bao nhiêu? Đây là một sự tăng giá hay một sự giảm giá?
21. Đồng peso của Mexico được giao dịch ở mức 10 peso cho mỗi đô la. Nếu tỷ lệ lạm phát kỳ vọng của Hoa Kỳ là 2% trong khi tỷ lệ lạm phát kỳ vọng của Mexico là 23% trong năm tới, tính theo PPP, thì tỷ giá hối đoái kỳ vọng trong một năm là bao nhiêu?
22. Nếu mức giá gần đây tăng 20% ở Anh trong khi giảm 5% ở Hoa Kỳ, thì tỷ giá hối đoái phải thay đổi bao nhiêu nếu PPP giữ nguyên? Giả sử rằng tỷ giá hối đoái hiện tại là 0,55 bảng/đô la.

Đối với Bài toán 23–25, hãy sử dụng đồ thị của thị trường ngoại hối đối với đô la để minh họa các tác động được mô tả trong mỗi bài toán.

23. Nếu lạm phát kỳ vọng giảm ở châu Âu, để lãi suất giảm ở đó, thì điều gì sẽ xảy ra với tỷ giá hối đoái trên đồng đô la Mỹ?
24. Nếu Ngân hàng Trung ương Châu Âu quyết định theo đuổi chính sách tiền tệ điều chỉnh để chống lạm phát, điều gì sẽ xảy ra với giá trị của đồng đô la Mỹ?
25. Nếu một cuộc đình công xảy ra ở Pháp, khiến việc mua hàng hóa của Pháp trở nên khó khăn hơn, điều gì sẽ xảy ra đối với giá trị của đồng đô la Mỹ?

BÀI TẬP PHÂN TÍCH DỮ LIỆU

Các bài tập được cập nhật bằng Dữ liệu thời gian thực trong **MyLab Economics** và có thể dùng để thực hành hoặc để làm bài tập lớn.

1. Truy cập cơ sở dữ liệu FRED của Cục Dự trữ Liên bang St. Louis và tìm dữ liệu về tỷ giá hối đoái của đô la Mỹ trên bảng Anh (DEXUSUK). Một chiếc Mini Cooper có thể được mua ở London, Anh với giá 17.865 bảng Anh hoặc ở Boston, Hoa Kỳ với giá 23.495 USD.

   a. Sử dụng tỷ giá hối đoái gần đây nhất có sẵn để tính tỷ giá hối đoái thực của London Mini trên Boston Mini.

   b. Dựa trên câu trả lời của bạn cho phần (a), những chiếc Mini Coopers tương đối đắt hơn ở Boston hay ở London?

   c. Mức giá nào tính bằng bảng Anh sẽ khiến Mini Coo per đắt như nhau ở cả hai địa điểm, tất cả những nơi khác đều bằng nhau?

2. Truy cập cơ sở dữ liệu FRED của Cục Dự trữ Liên bang St. Louis và tìm dữ liệu về tỷ giá hối đoái hàng ngày của đồng đô la Mỹ cho đồng euro (DEXUSEU), bảng Anh (DEXUSUK) và yên Nhật (DEXJPUS). Tìm dữ liệu về lãi suất ưu đãi liên ngân hàng tại Luân Đôn ba tháng hàng ngày, hoặc LIBOR, cho đô la Mỹ (USD3M- TD156N), euro (EUR3MTD156N), bảng Anh (GBP3MTD156N) và yên Nhật (JPY3M-TD156N). LIBOR là thước đo lãi suất định giá bằng đồng tiền tương ứng của mỗi quốc gia.

   a. Tính toán sự khác biệt giữa lãi suất LIBOR ở Hoa Kỳ và lãi suất LIBOR ở ba quốc gia khác bằng cách sử dụng dữ liệu từ một năm trước và dữ liệu gần đây nhất có sẵn.

   b. Dựa trên những thay đổi của chênh lệch lãi suất, bạn có dự đoán đồng đô la sẽ giảm giá hay tăng giá so với các đồng tiền khác?

   c. Báo cáo phần trăm thay đổi của tỷ giá hối đoái trong năm qua. Kết quả bạn dự đoán trong phần (b) có phù hợp với hành vi tỷ giá hối đoái thực tế không?

BÀI TẬP WEB

1. Du khách quốc tế và doanh nhân thường xuyên cần chuyển đổi chính xác từ loại tiền này sang loại tiền khác. Tìm tỷ giá cần thiết để chuyển đổi đô la Mỹ sang một đồng tiền khác là khá dễ dàng. Có thể khó khăn hơn để tìm tỷ giá hối đoái giữa hai đồng tiền không phải của Hoa Kỳ. Truy cập http://www.oanda.com/convert/classic. Trang web này cho phép bạn chuyển đổi từ bất kỳ đồng tiền nào sang bất kỳ đồng tiền nào khác. Bạn hiện có thể mua bao nhiêu litas Litva với một peso Chile?
2. Truy cập trang web chứa các tính toán gần đây nhất về Chỉ số Big Mac của Economist, http://www.economist.com/content/big-mac-index.

   a. Vẽ đồ thị mối quan hệ giữa giá địa phương của Big Mac và tỷ giá hối đoái thực tế. Biểu đồ này có gợi ý rằng có mối quan hệ chặt chẽ giữa giá địa phương và tỷ giá hối đoái thực tế không? Điều này cho thấy rằng lý thuyết về PPP có một số giá trị? Giải thích vì sao.

   b. Bằng chứng của bạn ở trên có chỉ ra rằng PPP là một lý thuyết tốt cho tỷ giá hối đoái trong ngắn hạn?

   c. Đồng tiền của quốc gia nào được định giá cao nhất tính theo sức mua tương đương? Mua sắm ở đó đắt hay rẻ?

   d. Đồng tiền của quốc gia nào bị định giá thấp nhất tính theo sức mua tương đương? Mua sắm ở đó đắt hay rẻ?

TRANG WEB THAM KHẢO

http://www.newyorkfed.org/markets/foreignex.html

Nhận thông tin chi tiết về thị trường ngoại hối ở Hoa Kỳ.

http://quotes.ino.com/chart/

Truy cập trang web này và nhấp vào Danh sách trao đổi để nhận tỷ giá thị trường và biểu đồ thời gian cho tỷ giá hối đoái của đô la Mỹ với các đồng tiền chính trên thế giới.

http://www.oecd.org/std/prices-ppp/

Trang chủ tương đương sức mua bao gồm tổng quan về chương trình PPP, số liệu thống kê, nghiên cứu, ấn phẩm và các cuộc họp của OECD về PPP.

http://www.economist.com/content/big-mac-index

Trang web cho Chỉ số Big Mac của Nhà kinh tế.

https://www.federalreserve.gov/releases/h10/current/

Cục Dự trữ Liên bang báo cáo tỷ giá hối đoái hiện tại và lịch sử cho nhiều quốc gia.

http://fx.sauder.ubc.ca

Dịch vụ Tỷ giá hối đoái Thái Bình Dương tại Trường Kinh doanh Sauder của Đại học British Columbia cung cấp thông tin về cách các điều kiện thị trường đang ảnh hưởng đến tỷ giá hối đoái và cho phép dễ dàng vẽ dữ liệu tỷ giá hối đoái.

PHỤ LỤC CHƯƠNG

17 Điều kiện Ngang giá lãi suất

Các kết quả nêu trong sách có thể được rút ra từ một khái niệm được sử dụng rộng rãi trong tài chính quốc tế. *Điều kiện ngang giá lãi suất* mô tả mối quan hệ giữa lãi suất trong nước, lãi suất nước ngoài, và mức tăng giá kỳ vọng của đồng nội tệ. Để suy ra điều kiện này, chúng ta xem xét mức độ lợi nhuận kỳ vọng của tài sản trong nước và tài sản nước ngoài được so sánh như thế nào.

SO SÁNH LỢI NHUẬN KỲ VỌNG TRÊN TÀI SẢN TRONG VÀ NGOÀI NƯỚC

Trong chương này, chúng ta coi Hoa Kỳ là bản địa, vì vậy tài sản trong nước được tính bằng đô la. Để đơn giản, chúng ta sử dụng euro để đại diện cho bất kỳ đồng tiền nước ngoài nào, vì vậy tài sản nước ngoài được tính bằng euro. Giả sử các tài sản đô la trả lãi suất i^D và không có bất kỳ khoản tăng vốn nào có thể có, để chúng có lợi suất kỳ vọng phải trả bằng i^D bằng đô la. Tương tự, giả sử rằng các tài sản nước ngoài có lãi suất là i^F và lợi suất kỳ vọng phải trả bằng ngoại tệ, euro, của i^F. Để so sánh lợi suất kỳ vọng trên tài sản đô la và tài sản nước ngoài, nhà đầu tư phải chuyển đổi lợi nhuận thành đồng tiền mà họ sử dụng.

Đầu tiên, chúng ta hãy kiểm tra cách François_Anh chàng ngoại quốc so sánh lợi suất trên tài sản đô la và tài sản nước ngoài được tính bằng đồng tiền của anh ấy, đồng euro. Khi đánh giá lợi suất kỳ vọng của tài sản đô la tính theo euro, anh ta nhận ra rằng nó không bằng i^D; thay vào đó, lợi nhuận kỳ vọng phải được điều chỉnh cho bất kỳ sự tăng giá hoặc giảm giá kỳ vọng nào của đồng đô la. Ví dụ, nếu François kỳ vọng đồng đô la tăng giá 3%, thì lợi suất kỳ vọng của tài sản đô la tính theo đồng euro sẽ cao hơn 3% so với i^D vì đồng đô la kỳ vọng sẽ trở nên giá trị hơn 3% nếu tính theo đồng euro. Do đó, nếu lãi suất của tài sản bằng đồng đô la là 4%, với mức tăng giá kỳ vọng 3% của đồng đô la, thì lợi suất kỳ vọng của tài sản bằng đồng đô la tính theo đồng euro là 7%: lãi suất 4% cộng với mức tăng giá kỳ vọng 3% của đô la. Ngược lại, nếu đồng đô la dự kiến sẽ giảm giá 3% trong năm, lợi suất kỳ vọng của tài sản đô la tính theo đồng euro sẽ chỉ là 1%: lãi suất 4% trừ đi 3% giảm giá kỳ vọng của đồng đô la.

Ký hiệu tỷ giá hối đoái hiện tại (tỷ giá hối đoái giao ngay) là E_t và tỷ giá hối đoái kỳ vọng cho kỳ tiếp theo là E^e_{t+1}, tỷ lệ tăng giá kỳ vọng của đồng đô la là $(E^e_{t+1} - E_t)/E_t$. Lập

luận của chúng ta chỉ ra rằng lợi suất kỳ vọng trên tài sản đô la R^D tính theo ngoại tệ có thể được viết bằng tổng lãi suất trên tài sản đô la cộng với sự tăng giá kỳ vọng của đồng đô la.[1]

$$R^D \text{ tính theo euro} = i^D + \frac{E^e_{t+1} - E_t}{E_t}$$

Tuy nhiên, lợi nhuận kỳ vọng của François đối với tài sản nước ngoài R^F tính theo euro chỉ là i^F. Do đó, tính theo đồng euro, lợi suất kỳ vọng tương đối của tài sản đô la (nghĩa là, chênh lệch giữa lợi nhuận kỳ vọng của tài sản đô la và tài sản đồng euro) được tính bằng cách lấy biểu thức ở trên trừ đi i^F.

$$R^D \text{ tương đối} = i^D - i^F + \frac{E^e_{t+1} - E_t}{E_t} \tag{1}$$

Khi lợi suất kỳ vọng tương đối trên tài sản đô la tăng, người nước ngoài sẽ muốn nắm giữ nhiều tài sản đô la hơn và ít tài sản nước ngoài hơn.

Tiếp theo, chúng ta hãy xem xét quyết định nắm giữ tài sản đô la so với tài sản đồng euro theo quan điểm của Al_Người Mỹ. Theo cùng một suy luận đã sử dụng trong trường hợp của François, chúng ta biết rằng lợi suất kỳ vọng của tài sản nước ngoài R^F tính theo đô la là lãi suất của tài sản nước ngoài i^F cộng với sự tăng giá kỳ vọng của ngoại tệ, bằng trừ đi mức tăng giá kỳ vọng của đồng đô la, $(E^e_{t+1} - E_t)/E_t$:

$$R^F \text{ tính theo đô la} = i^F - \frac{E^e_{t+1} - E_t}{E_t}$$

Ví dụ: nếu lãi suất của tài sản đồng euro là 5% và đồng đô la dự kiến sẽ tăng giá 3%, thì lợi suất kỳ vọng của tài sản đồng euro tính theo đô la là 2%. Al kiếm được lãi suất 5%, nhưng anh ta kỳ vọng sẽ mất 3% vì anh ta hy vọng đồng euro sẽ có giá trị thấp hơn 3% tính theo đô la do đồng đô la tăng giá.

[1] Công thức này thực sự là một ước tính của lợi nhuận kỳ vọng tính theo đồng euro, có thể được tính toán chính xác hơn bằng cách suy nghĩ về cách một người nước ngoài đầu tư vào tài sản bằng đô la. Giả sử rằng François quyết định bỏ một euro vào tài sản bằng đô la. Đầu tiên, anh ta mua $1/E_t$ tài sản bằng đô la Mỹ (nhớ lại rằng E_t, tỷ giá hối đoái giữa tài sản đô la và đồng euro, được tính bằng euro trên mỗi đô la) và vào cuối kỳ anh ta được trả $(1 + i^D)(1/E_t)$ bằng đô la. Để chuyển số tiền này thành số euro mà anh ta dự kiến nhận được vào cuối kỳ, anh ta nhân số lượng này với E^e_{t+1} Do đó, lợi suất kỳ vọng của François trên khoản đầu tư ban đầu là một euro của anh ấy có thể được viết là $(1 + i^D)(E^e_{t+1}/E_t)$ trừ đi khoản đầu tư ban đầu của anh ấy là một euro:

$$(1+i^D)\left(\frac{E^e_{t+1}}{E_t}\right)-1$$

Biểu thức này có thể được viết lại thành

$$i^D\left(\frac{E^e_{t+1}}{E_t}\right)+\frac{E^e_{t+1}-E_t}{E_t}$$

gần bằng với công thức trong sách vì $(E^e_{t+1} - E_t)/E_t$ thường gần bằng 1. Để thấy điều này, hãy xem xét ví dụ trong sách trong đó $i^D = 0,04$; $(E^e_{t+1} - E_t)/E_t = 0,03$ do đó $(E^e_{t+1} - E_t)/E_t = 1,03$. Khi đó, lợi suất kỳ vọng của François trên tài sản đô la là (0,04 x 1,03) + 0,03 = 0,0712 = 7,12%, thay vì 7% như kết quả trong sách.

Lợi suất kỳ vọng của Al với tài sản đô la R^D tính theo đô la chỉ là i^D. Do đó, tính theo đô la, lợi suất kỳ vọng tương đối trên tài sản đô la được tính bằng cách lấy biểu thức i^D trừ đi biểu thức vừa cho

$$i^D - \left(i^F - \frac{E^e_{t+1} - E_t}{E_t}\right) = i^D - i^F + \frac{E^e_{t+1} - E_t}{E_t}$$

Phương trình này giống như Phương trình 1 mô tả lợi suất kỳ vọng tương đối của François của tài sản bằng đô la (tính theo euro). Điểm mấu chốt ở đây là lợi suất kỳ vọng tương đối trên tài sản đô la là như nhau cho dù nó được François tính theo euro hay Al tính theo đô la. Do đó, khi lợi suất tương đối kỳ vọng của tài sản bằng đô la tăng lên, cả người nước ngoài và cư dân trong nước đều phản ứng theo cùng một cách - cả hai sẽ muốn nắm giữ nhiều tài sản đô la hơn và ít tài sản nước ngoài hơn.

ĐIỀU KIỆN NGANG GIÁ LÃI SUẤT

Chúng ta hiện đang sống trong một thế giới mà **tính lưu động (quốc tế) của vốn** tồn tại: Người nước ngoài có thể dễ dàng mua tài sản của Mỹ và người Mỹ có thể dễ dàng mua tài sản nước ngoài. Nếu có ít trở ngại đối với tính lưu động của vốn và chúng ta đang xem xét các tài sản có rủi ro và tính thanh khoản tương tự - ví dụ như tiền gửi ngân hàng nước ngoài và Mỹ - thì sẽ hợp lý khi cho rằng tài sản đó là những tài sản thay thế hoàn hảo (có nghĩa là hấp dẫn như nhau). Khi vốn lưu động và tài sản là sản phẩm thay thế hoàn hảo, nếu lợi suất kỳ vọng trên tài sản bằng đô la lớn hơn lợi suất của tài sản nước ngoài, thì cả người nước ngoài và người Mỹ sẽ chỉ muốn nắm giữ tài sản bằng đô la và sẽ không muốn nắm giữ tài sản nước ngoài. Ngược lại, nếu lợi suất kỳ vọng trên tài sản nước ngoài cao hơn lợi suất trên tài sản đô la, thì cả người nước ngoài và người Mỹ sẽ không muốn nắm giữ tài sản bằng đô la và sẽ chỉ muốn nắm giữ tài sản nước ngoài. Do đó, để tồn tại cung của cả tài sản đô la và tài sản nước ngoài, lợi nhuận kỳ vọng của chúng phải giống nhau; nghĩa là, lợi suất kỳ vọng tương đối trong Phương trình 1 phải bằng 0. Điều kiện này có thể được viết lại thành

$$i^D = i^F - \frac{E^e_{t+1} - E_t}{E_t} \tag{2}$$

Phương trình này, được gọi là **điều kiện ngang giá lãi suất**, nói rằng lãi suất trong nước bằng lãi suất nước ngoài trừ đi mức tăng giá kỳ vọng của đồng nội tệ. Tương tự, điều kiện này có thể được phát biểu một cách trực quan hơn: Lãi suất trong nước bằng lãi suất nước ngoài cộng với sự tăng giá kỳ vọng của ngoại tệ. Nếu lãi suất trong nước cao hơn lãi suất nước ngoài, thì ngoại tệ kỳ vọng sẽ tăng giá dương, bù đắp cho lãi suất nước ngoài thấp hơn. Lãi suất trong nước là 5% so với lãi suất nước ngoài là 3% có nghĩa là mức tăng giá kỳ vọng của ngoại tệ phải là 2% (hoặc tương đương, mức giảm giá kỳ vọng của đồng đô la phải là 2%).

Điều kiện ngang giá lãi suất có thể được phân tích theo một số cách. Đầu tiên, chú ý rằng ngang giá lãi suất đơn giản có nghĩa là lợi nhuận kỳ vọng là như nhau trên cả tài sản đô la và tài sản nước ngoài. Để thấy điều này, hãy lưu ý rằng bên trái của điều kiện ngang giá lãi suất (Phương trình 2) là lợi suất kỳ vọng của tài sản bằng đô la, trong khi bên phải là lợi suất kỳ vọng của tài sản nước ngoài, cả hai đều được tính theo một đồng tiền duy nhất là đô la Mỹ. Với giả định của chúng ta rằng tài sản trong và ngoài nước là những tài sản

thay thế hoàn hảo (hấp dẫn như nhau), điều kiện ngang giá lãi suất là điều kiện cân bằng của thị trường ngoại hối. Chỉ khi tỷ giá hối đoái khiến lợi nhuận kỳ vọng trên tài sản trong nước và tài sản nước ngoài bằng nhau - nghĩa là khi đạt ngang giá lãi suất - thì nhà đầu tư mới sẵn sàng nắm giữ cả tài sản trong nước và nước ngoài.

Bằng một số biến đổi, chúng ta có thể viết lại điều kiện ngang giá lãi suất trong Phương trình 2 dưới dạng

$$E_t = \frac{E^e_{t+1}}{i^F - i^D + 1}$$

Phương trình này cho kết quả chính xác như kết quả mà chúng ta rút ra trong phân tích cung và cầu được đưa ra trong sách: Nếu i^D tăng, giá trị của mẫu số giảm và do đó E_t tăng. Nếu i^F tăng, giá trị của mẫu số tăng và do đó E_t giảm. Nếu E^e_{t+1} tăng, giá trị của tử số tăng và do đó E_t tăng.

18 Hệ thống Tài chính Quốc tế

Mục tiêu học tập

- Sử dụng đồ thị và tài khoản T để minh họa sự khác biệt giữa tác động của các biện pháp can thiệp trung hòa và không trung hòa trên thị trường ngoại hối.
- Giải thích các mối quan hệ giữa tài khoản vãng lai và tài khoản tài chính trong cán cân thanh toán.
- Xác định các cơ chế để duy trì một tỷ giá hối đoái cố định và đánh giá những thách thức mà cơ chế tỷ giá hối đoái cố định phải đối mặt.
- Tóm tắt ưu điểm và nhược điểm của kiểm soát vốn.
- Đánh giá vai trò của IMF với tư cách là người cho vay quốc tế cuối cùng.
- Xác định cách thức các chính sách tiền tệ quốc tế và các thỏa thuận tỷ giá hối đoái có thể ảnh hưởng đến hoạt động chính sách tiền tệ trong nước.
- Tóm tắt những ưu điểm và nhược điểm của việc định vị mục tiêu tỷ giá hối đoái.

Giới thiệu

Vì nền kinh tế Mỹ và các nền kinh tế khác trên thế giới ngày càng phụ thuộc lẫn nhau hơn, nên không thể thực hiện chính sách tiền tệ của một quốc gia mà không cần cân nhắc tới yếu tố quốc tế. Trong chương này, chúng ta xem xét các giao dịch tài chính quốc tế và cấu trúc của hệ thống tài chính quốc tế ảnh hưởng như thế nào đến chính sách tiền tệ. Chúng ta cũng xem xét sự phát triển của hệ thống tài chính quốc tế trong suốt nửa thế kỷ qua và phân tích khả năng phát triển của nó trong tương lai.

CAN THIỆP VÀO THỊ TRƯỜNG NGOẠI HỐI

Trong Chương 17, chúng ta đã phân tích thị trường ngoại hối như một thị trường hoàn toàn tự do, phản ứng với mọi áp lực thị trường thông thường. Tuy nhiên, giống như nhiều thị trường khác, thị trường ngoại hối không tránh khỏi các biện pháp can thiệp của chính phủ; các ngân hàng trung ương thường xuyên tham gia vào các giao dịch tài chính quốc tế, mua và bán đồng tiền của họ, được gọi là **can thiệp ngoại hối**, để tác động đến tỷ giá hối đoái. Trong môi trường quốc tế hiện tại, tỷ giá hối đoái dao động hàng ngày, nhưng các ngân hàng trung ương sẽ tìm cách tác động đến tỷ giá hối đoái của quốc gia họ bằng cách mua và bán các đồng tiền. Chúng ta có thể sử dụng phân tích tỷ giá hối đoái đã phát triển trong Chương 17 để giải thích tác động của sự can thiệp từ ngân hàng trung ương lên thị trường ngoại hối.

Can thiệp ngoại hối và cung tiền

Để hiểu cách ngân hàng trung ương can thiệp vào thị trường ngoại hối nhằm tác động đến tỷ giá hối đoái, đầu tiên chúng ta cần tìm hiểu tác động của việc ngân hàng trung ương bán trên thị trường ngoại hối của một số tài sản nắm giữ bằng ngoại tệ (được gọi là **dự trữ quốc tế**) lên cơ sở tiền tệ. Giả sử Fed quyết định bán 1 tỷ đô la tài sản nước ngoài của mình để đổi lấy 1 tỷ đô la Mỹ. (Loại giao dịch này được thực hiện tại phòng ngoại hối tại Ngân hàng Dự trữ Liên bang New York — xem hộp Bên trong Fed.) Việc Fed mua đô la có hai tác động. Đầu tiên, nó làm giảm 1 tỷ đô la dự trữ quốc tế của Fed. Thứ hai, hành động mua của Fed lấy đi lượng tiền từ công chúng, làm tiền giấy trong lưu thông giảm 1 tỷ đô la. Chúng ta có thể thấy điều này trong tài khoản T sau cho Cục Dự trữ Liên bang:

Bên trong Fed — Một ngày tại Phòng giao dịch ngoại hối của Ngân hàng Dự trữ Liên bang New York

Mặc dù Bộ Ngân khố Hoa Kỳ chịu trách nhiệm chính về chính sách ngoại hối, nhưng các quyết định can thiệp vào thị trường ngoại hối lại được Bộ Ngân khố Hoa Kỳ và FOMC (Ủy ban Thị trường Mở Liên bang) phối hợp thực hiện. Việc tiến hành can thiệp ngoại hối trên thực tế là trách nhiệm của phòng ngoại hối tại Ngân hàng Dự trữ Liên bang New York, ngay cạnh phòng thị trường mở.

Người quản lý các hoạt động ngoại hối tại Fed New York giám sát các giao dịch viên và phân tích viên, những người theo dõi các diễn biến trên thị trường ngoại hối. Vào lúc 7:30 sáng hàng ngày, một giao dịch viên tới Fed New York từ sáng sớm sẽ nói chuyện qua điện thoại với các đối tác tại Bộ Ngân khố Hoa Kỳ và cung cấp thông tin cập nhật về hoạt động qua đêm trên thị trường tài chính và ngoại hối ở nước ngoài. Sau đó, lúc 9:30, người quản lý và nhân viên của mình tổ chức một cuộc gọi hội nghị với các nhân viên cấp cao tại Hội đồng Thống đốc của Cục Dự trữ Liên bang ở Washington. Vào buổi chiều, lúc 2:30, người quản lý và nhân viên tổ chức cuộc họp thứ hai, đó là cuộc họp giao ban chung của các nhân viên tại Hội đồng và tại Bộ Ngân khố. Mặc dù theo luật, Bộ Ngân khố có vai trò dẫn đầu trong việc thiết lập chính sách ngoại hối, nhưng họ cố gắng đạt được sự đồng thuận giữa cả ba bên – Bộ Ngân khố, Hội đồng thống đốc và Ngân hàng Dự trữ Liên bang New York. Nếu ba bên quyết định rằng can thiệp ngoại hối là cần thiết vào ngày hôm đó— một sự kiện hiếm khi xảy ra, vì một năm có thể trôi qua mà không có biện pháp can thiệp ngoại hối nào được đưa ra — người quản lý hướng dẫn các thương nhân của mình thực hiện việc mua hoặc bán ngoại tệ đã thỏa thuận. Vì quỹ để can thiệp tỷ giá hối đoái được giữ riêng biệt bởi Bộ Ngân khố (trong Quỹ bình ổn tỷ giá) và Cục dự trữ liên bang, người quản lý và nhân viên của mình không giao dịch bằng quỹ của Ngân hàng dự trữ liên bang New York; thay vào đó, họ đóng vai đại lý của Bộ Ngân khố và FOMC trong việc thực hiện các giao dịch này.

Nhiệm vụ của các nhân viên còn khá nặng vì trước mỗi cuộc họp FOMC họ cần chuẩn bị một tài liệu chi tiết cho các thành viên FOMC, các Chủ tịch Ngân hàng Dự trữ khác và các quan chức Bộ Ngân khố. Những tài liệu này mô tả biến động của thị trường trong và ngoài nước trong thời gian năm hoặc sáu tuần trước.

Hệ thống dự trữ liên bang

Tài sản có		Tài sản nợ	
Tài sản nước ngoài (dự trữ quốc tế)	–$1 tỷ	Tiền giấy trong lưu thông	–$1 tỷ

Bởi vì cơ sở tiền tệ được tạo thành từ tiền giấy trong lưu thông cộng với dự trữ, sự sụt giảm tiền giấy này ngụ ý rằng lúc này cơ sở tiền tệ giảm 1 tỷ đô la.

Nếu, với khả năng cao, những người mua tài sản nước ngoài thanh toán bằng séc được viết trên tài khoản tại các ngân hàng trong nước thay vì bằng tiền giấy, thì Fed sẽ trừ 1 tỷ đô la từ các khoản tiền gửi dự trữ của các ngân hàng này. Kết quả là các khoản tiền gửi vào Fed (dự trữ) giảm 1 tỷ đô la, như thể hiện trong tài khoản chữ T sau:

Hệ thống dự trữ liên bang			
Tài sản có		**Tài sản nợ**	
Tài sản nước ngoài (dự trữ quốc tế)	–$1 tỷ	Tiền gửi Fed (dự trữ)	–$1 tỷ

Trong trường hợp này, kết quả của việc Fed bán tài sản nước ngoài và mua tiền gửi bằng đô la là dự trữ giảm 1 tỷ đô la và, như ở trên, cơ sở tiền tệ giảm 1 tỷ đô la, vì dự trữ cũng là một thành phần của cơ sở tiền tệ.

Chúng ta thấy tác động lên cơ sở tiền tệ hoàn toàn giống với khi một ngân hàng trung ương bán tài sản nước ngoài để mua tiền gửi ngân hàng trong nước hoặc nội tệ. Đây là lý do tại sao khi nói rằng một ngân hàng trung ương mua nội tệ của mình, ta không cần phải phân biệt giữa tiền giấy và tiền gửi ngân hàng định giá bằng nội tệ. Điều này dẫn đến một kết luận quan trọng: ***Việc ngân hàng trung ương mua nội tệ và bán tài sản nước ngoài tương ứng trên thị trường ngoại hối dẫn đến sự sụt giảm bằng nhau trong dự trữ quốc tế và cơ sở tiền tệ của ngân hàng trung ương.***

Kết luận tương tự có thể rút ra từ một con đường trực tiếp hơn. Việc ngân hàng trung ương bán tài sản nước ngoài không khác gì một giao dịch bán trái phiếu chính phủ trên thị trường mở. Khi tìm hiểu quy trình cung tiền, bạn đã biết rằng việc bán trên thị trường mở dẫn đến sự sụt giảm tương đương của cơ sở tiền tệ; do đó, việc bán tài sản nước ngoài cũng dẫn đến sự sụt giảm cơ sở tiền tệ. Lập luận tương tự, việc ngân hàng trung ương bán nội tệ để mua tài sản nước ngoài, giống như một giao dịch mua trên thị trường mở, dẫn đến sự gia tăng tương ứng trong cơ sở tiền tệ. Do đó, ta có kết luận sau: ***Việc ngân hàng trung ương bán nội tệ để mua tài sản nước ngoài trên thị trường ngoại hối dẫn đến sự gia tăng bằng nhau của dự trữ quốc tế và cơ sở tiền tệ của ngân hàng trung ương.***

Biện pháp can thiệp vừa được mô tả, trong đó một ngân hàng trung ương cho phép mua hoặc bán nội tệ có ảnh hưởng đến cơ sở tiền tệ, được gọi là biện pháp **can thiệp ngoại hối không trung hòa**. Nhưng điều gì sẽ xảy ra nếu ngân hàng trung ương không muốn việc mua hoặc bán nội tệ ảnh hưởng đến cơ sở tiền tệ? Việc họ phải làm là giải trừ tác động của biện pháp can thiệp ngoại hối bằng cách tiến hành hoạt động thị trường mở bù trừ trên thị trường trái phiếu chính phủ. Ví dụ, trong trường hợp Fed mua 1 tỷ đô la và bán 1 tỷ đô la tài sản nước ngoài tương ứng, như ta đã thấy, sẽ làm giảm cơ sở tiền tệ 1 tỷ đô la, Fed có thể tiến hành mua thị trường mở 1 tỷ đô la trái phiếu chính phủ, làm tăng cơ sở tiền tệ thêm 1 tỷ đô la. Tài khoản T sau biện pháp can thiệp ngoại hối và hoạt động thị trường mở bù trừ khiến cơ sở tiền tệ không thay đổi là:

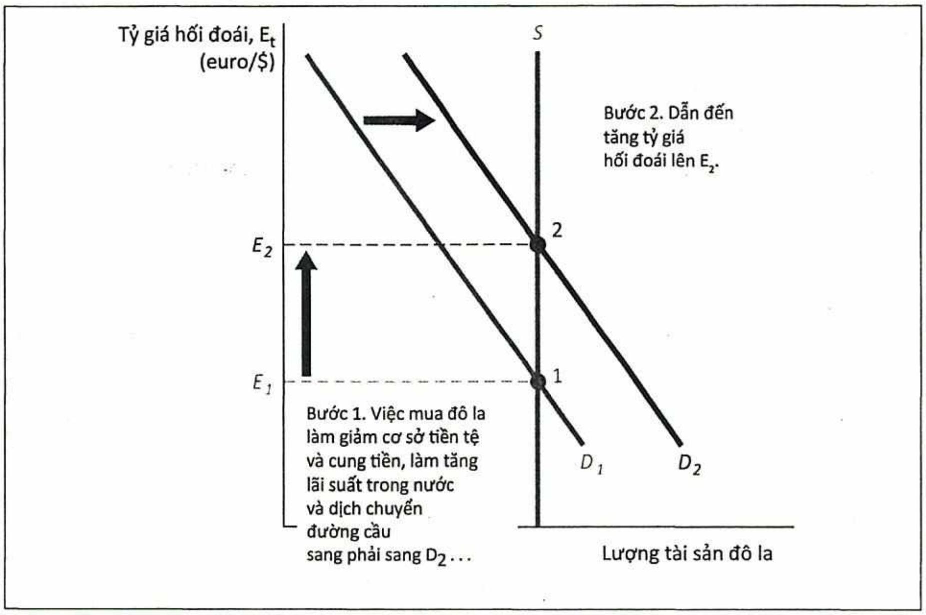
Hệ thống dự trữ liên bang			
Tài sản có		**Tài sản nợ**	
Tài sản nước ngoài (dự trữ quốc tế)	–$1 tỷ	Cơ sở tiền tệ	0
Trái phiếu chính phủ	$1 tỷ		

MyLab Economics Bài giảng Mini

HÌNH 1

Ảnh hưởng của việc mua đô la và bán tài sản nước ngoài không trung hòa

Việc mua đô la và sau đó bán tài sản nước ngoài trên thị trường mở làm giảm cơ sở tiền tệ và cung tiền. Sự sụt giảm kéo theo của cung tiền làm tăng lãi suất trong nước, điều này làm tăng lợi suất kỳ vọng tương đối của tài sản đồng đô la. Đường cầu dịch chuyển sang phải từ D_1 đến D_2, và tỷ giá hối đoái cân bằng tăng từ E_1 lên E_2.



Một can thiệp ngoại hối với hoạt động thị trường mở bù trừ làm cho cơ sở tiền tệ không thay đổi được gọi là **can thiệp ngoại hối trung hòa.**

Khi bạn đã hiểu hai loại biện pháp can thiệp ngoại hối - không trung hòa và trung hòa - chúng ta sẽ xem mỗi loại can thiệp ảnh hưởng đến tỷ giá hối đoái như thế nào.

Can thiệp không trung hòa

Trực giác có thể khiến bạn nghĩ rằng nếu một ngân hàng trung ương muốn nâng giá trị của đồng nội tệ, thì ngân hàng đó nên mua đồng tiền của mình trên thị trường ngoại hối và bán tài sản nước ngoài. Trực giác này đúng trong trường hợp can thiệp không trung hòa.

Hãy nhớ lại rằng trong một can thiệp không trung hòa, nếu Cục Dự trữ Liên bang quyết định mua đô la và do đó bán tài sản nước ngoài để đổi lấy tài sản đô la, thì giao dịch này hoạt động giống như một thị trường mở bán trái phiếu để giảm cơ sở tiền tệ. Do đó, việc mua đô la dẫn đến giảm cung tiền, làm tăng lãi suất trong nước và tăng lợi suất kỳ vọng tương đối trên tài sản đô la. Kết quả là, đường cầu dịch chuyển sang phải từ D_1 sang D_2, như trong Hình 1 và tỷ giá hối đoái tăng lên E_2.[1]

Phân tích của chúng ta đưa đến kết luận sau đây về can thiệp không trung hòa vào thị trường ngoại hối: ***Một biện pháp can thiệp không trung hòa trong đó nội tệ được mua và tài sản nước ngoài được bán dẫn đến giảm dự trữ quốc tế, giảm cung tiền và tăng giá đồng nội tệ.***

[1]Những biện pháp can thiệp không trung hòa, với việc Fed mua đô la làm giảm lượng tài sản đô la một chút vì nó dẫn đến giảm cơ sở tiền tệ trong khi vẫn giữ nguyên lượng trái phiếu chính phủ trong tay công chúng. Đường cung tài sản bằng đô la do đó dịch chuyển sang trái một chút, điều này cũng có tác dụng tăng tỷ giá hối đoái, đưa ra kết luận tương tự như trong Hình 1. Bởi vì sự gia tăng cơ sở tiền tệ chỉ là một phần rất nhỏ của tổng số tiền của tài sản bằng đô la đang tồn đọng, đường cung dịch chuyển một lượng không thể nhận thấy. Đây là lý do tại sao Hình 1 được vẽ với đường cung không thay đổi.

Với một can thiệp không trung hòa trong đó nội tệ được bán và tài sản nước ngoài được mua, kết quả sẽ ngược lại. Việc bán nội tệ và mua tài sản nước ngoài (làm tăng dự trữ quốc tế) hoạt động giống như mua trên thị trường mở để tăng cơ sở tiền tệ và cung tiền. Sự gia tăng cung tiền làm giảm lãi suất của tài sản bằng đô la. Kết quả là lợi suất kỳ vọng tương đối trên tài sản đô la giảm có nghĩa là mọi người sẽ mua ít tài sản đô la hơn, do đó, đường cầu dịch chuyển sang trái và tỷ giá hối đoái giảm. ***Một biện pháp can thiệp không trung hòa trong đó nội tệ được bán và tài sản nước ngoài được mua dẫn đến tăng dự trữ quốc tế, tăng cung tiền và đồng nội tệ giảm giá.***

Can thiệp trung hòa

Điểm mấu chốt cần nhớ về biện pháp can thiệp trung hòa là ngân hàng trung ương tham gia vào các hoạt động bù đắp trên thị trường mở, và do đó không có tác động đến cơ sở tiền tệ và cung tiền. Trong bối cảnh mô hình xác định tỷ giá hối đoái ở đây, có thể dễ dàng chỉ ra rằng một biện pháp can thiệp trung hòa hầu như *không ảnh hưởng* đến tỷ giá hối đoái. Một biện pháp can thiệp trung hòa làm cho cung tiền không thay đổi và do đó không ảnh hưởng trực tiếp đến lãi suất.[2] Bởi vì lợi suất kỳ vọng tương đối của tài sản bằng đô la không bị ảnh hưởng, đường cầu vẫn ở mức D_1 trong Hình 1 và tỷ giá hối đoái không đổi ở E_1.

Thoạt đầu, có vẻ khó hiểu khi việc ngân hàng trung ương mua hoặc bán nội tệ một cách trung hòa không dẫn đến thay đổi tỷ giá hối đoái. Việc ngân hàng trung ương mua nội tệ trung hòa không thể làm tăng tỷ giá hối đoái tăng vì không ảnh hưởng đến cung tiền trong nước hoặc lãi suất, bất kỳ sự gia tăng nào dẫn đến tỷ giá hối đoái sẽ dẫn đến dư thừa tài sản bằng đô la. Khi có nhiều người sẵn sàng bán tài sản bằng đô la hơn sẵn sàng mua chúng, tỷ giá hối đoái sẽ giảm trở lại mức cân bằng ban đầu, nơi đường cầu và đường cung giao nhau.

CÁN CÂN THANH TOÁN

Do các giao dịch tài chính quốc tế ảnh hưởng mạnh đến chính sách tiền tệ của một quốc gia, nên cần phải biết cách đo lường các giao dịch này. **Cán cân thanh toán** là một hệ thống sổ sách kế toán ghi lại các giao dịch giữa một quốc gia (khu vực tư nhân và chính phủ) và nước ngoài. Ở đây, chúng ta xem xét các mục quan trọng trong cán cân thanh toán mà bạn thường nghe nói đến trên các phương tiện truyền thông.

[2] Biện pháp can thiệp trung hòa làm thay đổi tương đối lượng chứng khoán nước ngoài so với chứng khoán trong nước trong tay công chúng, được gọi là *hiệu ứng cân bằng danh mục đầu tư*. Thông qua tác động này, ngân hàng trung ương có thể tác động đến chênh lệch lãi suất giữa tài sản trong nước và tài sản nước ngoài, từ đó ảnh hưởng đến lợi suất kỳ vọng tương đối của tài sản trong nước. Bằng chứng thực nghiệm không cho thấy tác động cân bằng danh mục đầu tư này là đáng kể. Tuy nhiên, một biện pháp can thiệp trung hòa có thể cho thấy những gì các ngân hàng trung ương muốn xảy ra đối với tỷ giá hối đoái trong tương lai và do đó có thể cung cấp tín hiệu về quy trình của chính sách tiền tệ trong tương lai và thay đổi tỷ giá hối đoái dự kiến trong tương lai, E^e_{t+1}. Theo cách này, một can thiệp trung hòa có thể dẫn đến sự thay đổi đường cầu của tài sản trong nước và cuối cùng ảnh hưởng đến tỷ giá hối đoái. Tuy nhiên, sự thay đổi trong tương lai trong chính sách tiền tệ - không phải là biện pháp can thiệp trung hòa - là nguồn gốc của hiệu ứng tỷ giá hối đoái. Để thảo luận thêm về các hiệu ứng tín hiệu và cân bằng danh mục đầu tư và các tác động khác biệt có thể có của can thiệp trung hòa và không trung hòa, đọc Paul Krugman, Maurice Obstfeld, and Mark Melitz, *International Economics: Theory and Policy*, 9th ed. (Boston: Addison-Wesley, 2012).

Tài khoản vãng lai

Tài khoản vãng lai cho thấy các giao dịch vãng lai quốc tế hiện tại của một quốc gia (có nghĩa là, các giao dịch không liên quan đến việc mua hoặc bán tài sản tài chính) trong một năm nhất định. Tài khoản vãng lai bao gồm ba khoản mục: cán cân thương mại, thu nhập đầu tư ròng và các khoản chuyển nhượng.

Cán cân thương mại về hàng hóa và dịch vụ (thường được gọi đơn giản là **cán cân thương mại**) bằng tổng giá trị xuất khẩu hàng hóa và dịch vụ trừ đi tổng giá trị nhập khẩu hàng hóa và dịch vụ. (Cán cân thương mại còn được gọi là **xuất khẩu ròng.**) Khi nhập khẩu hàng hóa lớn hơn xuất khẩu (ở Hoa Kỳ là 505 tỷ đô la vào năm 2016), quốc gia này sẽ nhập siêu. Nếu xuất khẩu hàng hóa và dịch vụ vượt quá nhập khẩu, quốc gia này sẽ xuất siêu.

Trong năm 2016, thu nhập đầu tư ròng của Hoa Kỳ là 173 tỷ đô la vì người Mỹ nhận được thu nhập đầu tư từ nước ngoài nhiều hơn số tiền họ chi trả. Chuyển nhượng là quỹ do người dân trong nước và chính phủ gửi cho người nước ngoài; chúng bao gồm tiền kiều hối (tiền của người lao động trong nước gửi cho người nước ngoài, thường là người thân), lương hưu và viện trợ nước ngoài. Bởi vì người Mỹ chuyển tiền cho người nước ngoài nhiều hơn người nước ngoài chuyển đến Hoa Kỳ, chuyển nhượng có giá trị là -120 tỷ đô la vào năm 2016. Tổng của hai khoản mục này cộng với cán cân thương mại (xuất khẩu ròng) là cán **cân tài khoản vãng lai**, năm 2016 thâm hụt 452 tỷ đô la:

- 452 tỷ = (- 505 tỷ) + (173 tỷ) + (- 120 tỷ)
Cán cân tài khoản vãng lai = cán cân thương mại + thu nhập đầu tư ròng + chuyển nhượng

Khi một quốc gia đang thâm hụt tài khoản vãng lai, như Hoa Kỳ, thì quốc gia đó đang chi trả cho nước ngoài nhiều hơn so với nhận từ nước ngoài. Giống như bất kỳ thâm hụt nào, thâm hụt tài khoản vãng lai phải được tài trợ. Giờ chúng ta chuyển sang tài khoản tài chính để xem cách xử lý chúng.

Tài khoản tài chính

Các **tài khoản tài chính** cho biết các giao dịch quốc tế liên quan đến việc mua hoặc bán tài sản. Khi người Mỹ tăng tỷ lệ nắm giữ ròng tài sản nước ngoài, sự thay đổi này được ghi nhận là việc *Hoa Kỳ mua ròng tài sản tài chính* trong tài khoản tài chính. Khi người nước ngoài tăng nắm giữ tài sản ròng của họ tại Hoa Kỳ, sự thay đổi này được ghi nhận là một *khoản nợ phải trả ròng phát sinh của Hoa Kỳ* vì các yêu cầu của người nước ngoài đối với tài sản Hoa Kỳ là nợ phải trả đối với người Mỹ. Sự khác biệt giữa việc *Hoa Kỳ mua ròng các tài sản tài chính* và *các khoản nợ phải trả ròng của Hoa Kỳ* là **cán cân tài khoản tài chính**. Trong năm 2016, cán cân tài khoản tài chính cộng với các khoản mục khác, mà vì mục đích thực tế chúng ta sẽ đưa vào cán cân tài khoản tài chính, là 452 tỷ đô la.[3] Cán cân tài khoản tài chính này cho chúng ta biết rằng trong năm 2016, các khoản nợ phải trả đối với người

[3]Trong cán cân thanh toán, số dư chính thức tài khoản tài chính là số *tài sản thu được ròng của Hoa Kỳ* trừ đi *khoản nợ phải trả ròng của Hoa Kỳ*. Năm 2016, con số này là 378 tỷ đô la. Tuy nhiên, có một thành phần có ý nghĩa quan trọng khác khi đưa vào cán cân tài khoản tài chính, đó là chênh lệch thống kê, thể hiện sai sót do các giao dịch không được ghi chép và giữ cho cán cân thanh toán ở trạng thái cân bằng tổng thể. Chênh lệch thống kê là 74 tỷ đô la vào năm 2016. Bởi vì nhiều chuyên gia tin rằng chênh lệch thống kê chủ yếu là kết quả của các dòng vốn ẩn lớn, chúng ta đưa nó vào cán cân tài khoản tài chính. Một thành phần khác của cán cân tài khoản tài chính là *số dư trên tài khoản vốn*, bao gồm (1) hàng hóa và tài sản mà mọi người mang theo khi chuyển đến một quốc gia khác và (2) mua ròng các tài sản phi sản xuất, phi tài chính, chẳng hạn như quyền sở hữu trí tuệ hoặc quyền khoáng sản. Số dư trên tài khoản vốn là rất nhỏ, 0,06 tỷ đô la vào năm 2016, vì vậy nó có thể được bỏ qua. Tổng cán cân tài khoản tài chính chính thức năm 2016 và sự khác biệt thống kê, 378 tỷ đô la + 74 tỷ đô la, là con số 452 tỷ đô la trong sách.

Toàn cầu **Ta có nên lo lắng về tình trạng thâm hụt tài khoản vãng lai lớn của Hoa Kỳ?**

Thâm hụt tài khoản vãng lai lớn của Hoa Kỳ trong những năm gần đây - năm 2016 là 452 tỷ đô la, tương đương 2,4% GDP - làm dấy lên lo ngại vì nhiều lý do. Thứ nhất, vì một phần lớn thâm hụt đến từ thâm hụt thương mại, chúng ta có thể kết luận rằng theo tỷ giá hối đoái hiện tại, cầu nước ngoài của hàng xuất khẩu của Hoa Kỳ thấp hơn nhiều so với cầu của người Mỹ về hàng nhập khẩu. Phân tích cung cầu về thị trường ngoại hối cho thấy cầu thấp của hàng xuất khẩu của Hoa Kỳ và cầu nhập khẩu cao của Hoa Kỳ có thể dẫn đến sự sụt giảm giá trị của đồng đô la Mỹ.

Thứ hai, thâm hụt tài khoản vãng lai lớn có nghĩa là Hoa Kỳ ngày càng mắc nợ người nước ngoài nhiều hơn. Khoản vay này sẽ phải được trả lại vào một thời điểm nào đó trong tương lai. Khi đến hạn thanh toán nợ, người Mỹ sẽ không giàu có như trước nữa.

Tuy nhiên mặt khác thì thâm hụt tài khoản vãng lai lớn cho thấy dòng vốn lớn vào Hoa Kỳ. Những dòng vốn này có thể đang tài trợ cho các cơ hội đầu tư rất hấp dẫn ở Hoa Kỳ. Những khoản đầu tư này có thể làm tăng sự giàu có của Hoa Kỳ trong tương lai, đến mức ngay cả khi người nước ngoài được hoàn vốn, thì người Mỹ thực sự vẫn giàu hơn.

nước ngoài của Hoa Kỳ đã tăng hơn mức tăng nắm giữ tài sản nước ngoài của Hoa Kỳ thêm 452 tỷ đô la. Nói cách khác, nợ của Hoa Kỳ đối với người nước ngoài tăng 452 tỷ đô la.

Cán cân tài khoản tài chính cho chúng ta biết *lượng vốn ròng* chảy vào Hoa Kỳ. Khi người nước ngoài tăng nắm giữ tài sản ở Hoa Kỳ, vốn chảy vào Hoa Kỳ. Ngược lại, khi người Mỹ tăng nắm giữ tài sản nước ngoài, vốn chảy ra khỏi Hoa Kỳ. Vì vậy, trong năm 2016, người nước ngoài đã tăng nắm giữ tài sản của họ ở Mỹ thêm 452 tỷ đô la so với người Mỹ tăng nắm giữ tài sản nước ngoài của họ. Kết quả là dòng vốn ròng trị giá 452 tỷ đô la vào Hoa Kỳ.

Bạn có thể nhận thấy rằng cán cân tài khoản tài chính này có giá trị tuyệt đối bằng thâm hụt tài khoản vãng lai. Sự cân bằng này cho thấy nếu người Mỹ chi tiêu nhiều hơn số tiền họ đang có trong tài khoản vãng lai, họ phải tài trợ cho khoản chi tiêu này bằng cách vay một số tiền tương đương từ người nước ngoài. Một cách khác để lý giải sự cân bằng này là sử dụng nguyên tắc kế toán: sử dụng quỹ phải bằng nguồn quỹ. Do đó, thâm hụt tài khoản vãng lai, cung cấp sử dụng quỹ ròng cho tài khoản vãng lai, phải bằng với các nguồn quỹ, thể hiện ở cán cân tài khoản tài chính. Thâm hụt tài khoản vãng lai lớn trong những năm gần đây, vào năm 2016 là hơn 450 tỷ đô la, đã làm dấy lên lo ngại nghiêm trọng rằng những khoản thâm hụt lớn này có thể gây ra hậu quả tiêu cực cho nền kinh tế Mỹ (xem hộp Toàn cầu, "Ta có nên lo lắng về thâm hụt tài khoản vãng lai lớn của Hoa Kỳ").

CÁC CHẾ ĐỘ TỶ GIÁ HỐI ĐOÁI TRONG HỆ THỐNG TÀI CHÍNH QUỐC TẾ

Chế độ tỷ giá hối đoái trong hệ thống tài chính quốc tế được phân thành hai loại cơ bản: cố định và thả nổi. Trong **chế độ tỷ giá hối đoái cố định**, giá trị của một đồng tiền được cố định so với giá trị của một đồng tiền khác (được gọi là **đồng tiền neo**) để tỷ giá hối đoái được cố định theo đồng tiền neo. Trong **chế độ tỷ giá hối đoái thả nổi**, giá trị của một đồng tiền được phép dao động so với tất cả các đồng tiền khác. Khi các quốc gia can thiệp vào thị trường ngoại hối với nỗ lực tác động đến tỷ giá hối đoái của họ bằng cách mua và bán tài sản nước ngoài, chế độ này được gọi là **chế độ thả nổi có điều tiết** (hoặc **nửa thả nổi**).

Khi tìm hiểu các chế độ tỷ giá hối đoái trong quá khứ, chúng ta bắt đầu với chế độ bản vị vàng của cuối thế kỷ 19 và đầu thế kỷ 20.

Bản vị vàng

Trước Thế chiến I, nền kinh tế thế giới hoạt động theo chế độ **bản vị vàng**, là một chế độ tỷ giá hối đoái cố định, trong đó đồng tiền của hầu hết các nước được chuyển đổi trực tiếp thành vàng theo tỷ giá cố định, do đó tỷ giá hối đoái giữa các đồng tiền cũng được cố định. Ví dụ, một tờ đô la Mỹ có thể được chuyển vào Kho bạc Mỹ và đổi lấy khoảng 1 ounce vàng. Tương tự như vậy, Kho bạc Anh sẽ đổi 1 ounce vàng lấy 1 bảng Anh. Bởi vì một người Mỹ có thể đổi 20 đô la thành 1 ounce vàng, có thể được sử dụng để mua 4 bảng Anh, tỷ giá hối đoái giữa đồng bảng Anh và đồng đô la thực sự được cố định ở mức 5 đô la so với bảng Anh. Tỷ giá hối đoái cố định theo bản vị vàng có lợi thế quan trọng là khuyến khích thương mại thế giới bằng cách loại bỏ sự bất trắc khi tỷ giá hối đoái biến động.

Một vấn đề với chế độ bản vị vàng là chính sách tiền tệ trên toàn thế giới bị ảnh hưởng rất nhiều bởi việc sản xuất và khai thác vàng. Khi sản lượng vàng ở mức thấp trong những năm 1870 và 1880, cung tiền trên toàn thế giới tăng trưởng chậm và không theo kịp tốc độ phát triển của nền kinh tế thế giới. Kết quả là giảm phát (sự sụt giảm của mức giá). Những phát hiện mới về vàng ở Alaska và Nam Phi vào những năm 1890 đã mở rộng đáng kể việc sản xuất vàng, khiến nguồn cung tiền tăng nhanh và mức giá tăng (lạm phát) cho đến Thế chiến I.

Hệ thống Bretton Woods

Sau Thế chiến thứ hai, những người chiến thắng đã thiết lập một hệ thống tỷ giá hối đoái cố định được gọi là **hệ thống Bretton Woods**, đặt theo tên một thị trấn ở New Hampshire, nơi diễn ra đàm phán vào năm 1944. Hệ thống Bretton Woods vẫn có hiệu lực cho đến năm 1971.

Thỏa thuận Bretton Woods đã tạo ra **Quỹ Tiền tệ Quốc tế (IMF)**, có trụ sở chính tại Washington, DC, có 30 quốc gia thành viên ban đầu vào năm 1945 và hiện có hơn 180 nước. IMF được giao nhiệm vụ thúc đẩy tăng trưởng thương mại thế giới bằng cách đặt ra các quy tắc duy trì tỷ giá hối đoái cố định và cho vay các quốc gia đang gặp khó khăn về cán cân thanh toán. Ngoài việc giám sát việc tuân thủ các quy tắc của các nước thành viên, IMF còn đảm nhận công việc thu thập và chuẩn hóa dữ liệu kinh tế quốc tế.

Thỏa thuận Bretton Woods cũng thành lập Ngân hàng Quốc tế về Tái thiết và Phát triển, thường được gọi là **Ngân hàng Thế giới**. Có trụ sở chính tại Washington, DC, tổ chức này cung cấp các khoản vay dài hạn để giúp các nước đang phát triển xây dựng đập, đường sá và các nguồn vốn vật chất khác sẽ góp phần vào sự phát triển kinh tế của họ. Nguồn vốn cho các khoản vay này chủ yếu thu được từ việc phát hành trái phiếu của Ngân hàng Thế giới, được bán trên thị trường vốn của các nước phát triển. Ngoài ra, Hiệp định chung về Thuế quan và Thương mại (GATT), có trụ sở chính tại Geneva, Thụy Sĩ, được thành lập để giám sát các quy tắc thực hiện thương mại giữa các quốc gia (thuế quan và hạn ngạch). GATT từ đó đã phát triển thành **Tổ chức Thương mại Thế giới (WTO)**.

Bởi vì Hoa Kỳ nổi lên từ Thế chiến II với tư cách là cường quốc kinh tế lớn nhất thế giới, với hơn một nửa năng lực sản xuất và phần lớn dự trữ vàng trên thế giới, Bretton Woods đã đưa ra một hệ thống tỷ giá hối đoái cố định dựa trên khả năng chuyển đổi từ đô la Mỹ sang vàng (chỉ dành cho chính phủ và ngân hàng trung ương nước ngoài) ở mức 35 đô la Mỹ/ounce. Tỷ giá hối đoái cố định được duy trì bằng can thiệp của các ngân hàng trung ương ở các quốc gia ngoài Hoa Kỳ vào thị trường ngoại hối, mua và bán tài sản bằng đô la mà các quốc gia này giữ như là dự trữ quốc tế. Đồng đô la Mỹ, được các quốc gia

khác sử dụng để định giá tài sản mà họ nắm giữ làm dự trữ quốc tế, được gọi là **đồng tiền dự trữ**. Do đó, một đặc điểm quan trọng của hệ thống Bretton Woods là việc xác lập vai trò quốc gia đồng tiền dự trữ của Hoa Kỳ. Ngay cả sau khi hệ thống Bretton Woods tan rã, đồng đô la Mỹ vẫn giữ vị trí là đồng tiền dự trữ trong hầu hết các giao dịch tài chính quốc tế.

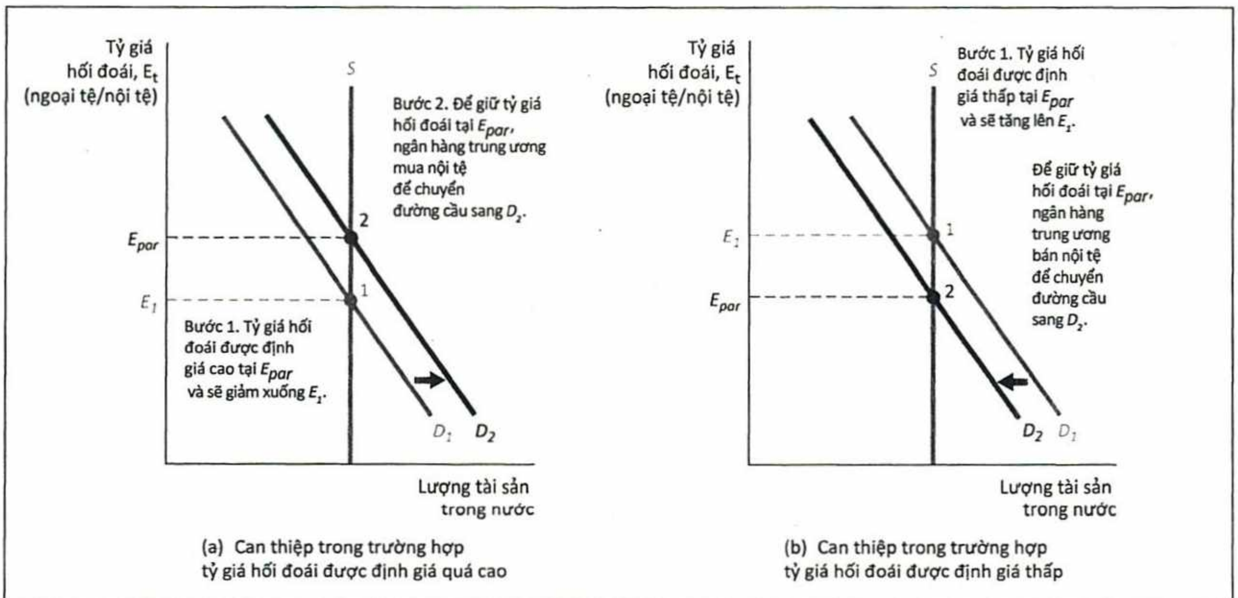
Tỷ giá hối đoái cố định, là đặc điểm của hệ thống Bretton Woods, cuối cùng đã bị từ bỏ vào năm 1973. Từ năm 1979 đến năm 1990, Liên minh châu Âu thiết lập giữa các thành viên hệ thống tỷ giá hối đoái cố định của riêng mình, được gọi là Hệ thống Tiền tệ châu Âu (EMS - European Monetary System). Về lý thuyết, trong *cơ chế tỷ giá hối đoái (ERM- Exchange Rate Mechanism)* của hệ thống này, tỷ giá hối đoái giữa bất kỳ cặp tiền tệ nào của các quốc gia tham gia không được phép dao động ngoài giới hạn hẹp, được gọi là "con rắn"*. Trên thực tế, tất cả các quốc gia trong EMS đều gắn đồng tiền của họ với đồng mark Đức.

* Thuật ngữ đầy đủ là *"Con rắn trong đường hầm - Snake in the tunnel"*, trong đó đường hầm là biên độ dao động tỷ giá được chính thức cho phép, còn con rắn là biên độ dao động tỷ giá hẹp hơn được các quốc gia thỏa thuận duy trì.

Cách thức hoạt động của chế độ tỷ giá hối đoái cố định

Hình 2 sử dụng phân tích cung cầu của thị trường ngoại hối trong chương trước để chỉ ra cách thức hoạt động của chế độ tỷ giá hối đoái cố định trong thực tế. Bảng (a) mô tả một tình huống trong đó đồng nội tệ được cố định so với đồng tiền neo tại E_{par}, trong khi đường cầu dịch chuyển sang trái sang D_1, có thể do lãi suất nước ngoài tăng, do đó làm giảm lợi suất kỳ vọng tương đối của tài sản trong nước. Tại E_{par}, tỷ giá hối đoái lúc này

MyLab Economics Bài giảng Mini



HÌNH 2 **Can thiệp vào thị trường ngoại hối trong chế độ tỷ giá hối đoái cố định**

Trong bảng (a), tỷ giá hối đoái tại E_{par} được định giá cao. Để giữ tỷ giá hối đoái ở mức E_{par} (điểm 2), ngân hàng trung ương phải mua nội tệ để dịch chuyển đường cầu sang D_2. Trong bảng (b), tỷ giá hối đoái tại E_{par} được định giá thấp, vì vậy ngân hàng trung ương phải bán nội tệ để dịch chuyển đường cầu sang D_2 và giữ tỷ giá hối đoái ở mức E_{par} (điểm 2).

được *định giá cao*: Đường cầu D_1 cắt đường cung tại tỷ giá hối đoái E_1 thấp hơn giá trị cố định (mệnh giá) của tỷ giá hối đoái E_{par}. Để giữ tỷ giá hối đoái tại E_{par}, ngân hàng trung ương phải can thiệp vào thị trường ngoại hối và mua nội tệ bằng cách bán tài sản nước ngoài. Hành động này, giống như việc bán trên thị trường mở, khiến cả cơ sở tiền tệ và cung tiền đều giảm, làm tăng lãi suất của tài sản trong nước, i^D.[4] Việc tăng lãi suất trong nước làm tăng lợi suất kỳ vọng tương đối của tài sản trong nước, làm thay đổi đường cầu sang phải. Ngân hàng trung ương sẽ tiếp tục mua nội tệ cho đến khi đường cầu đạt đến D_2 và tỷ giá hối đoái cân bằng ở mức E_{par}, tại điểm 2 trong bảng (a).

Do đó, chúng ta kết luận rằng ***khi đồng nội tệ được định giá quá cao, ngân hàng trung ương phải mua nội tệ để giữ tỷ giá hối đoái cố định, nhưng kết quả là sẽ giảm dự trữ quốc tế.***

Bảng (b) trong Hình 2 mô tả tình huống trong đó đường cầu dịch chuyển sang phải sang D_1 vì lợi suất kỳ vọng tương đối của tài sản trong nước đã tăng và do đó tỷ giá hối đoái tại E_{par} bị định giá thấp: Đường cầu ban đầu D_1 cắt đường cung đường cong theo tỷ giá hối đoái E1, cao hơn E_{par}. Trong tình huống này, ngân hàng trung ương phải bán nội tệ và mua tài sản nước ngoài. Hành động này hoạt động giống như mua trên thị trường mở; nó làm tăng cung tiền và giảm lãi suất của tài sản trong nước i^D. Ngân hàng trung ương tiếp tục bán nội tệ và hạ giá i^D cho đến khi đường cầu dịch chuyển sang D_2, và tỷ giá hối đoái cân bằng ở mức E_{par} - điểm 2 trong bảng (b). Do đó, phân tích của chúng ta dẫn chúng ta đến kết quả sau: ***Khi đồng nội tệ bị định giá thấp, ngân hàng trung ương phải bán nội tệ để giữ tỷ giá hối đoái cố định, nhưng kết quả là tăng dự trữ quốc tế.***

Hạ giá và Nâng giá Như chúng ta đã thấy, nếu đồng tiền của một quốc gia được định giá cao, việc ngân hàng trung ương của nước đó cố gắng giữ cho đồng tiền không bị giảm giá sẽ dẫn đến giảm dự trữ quốc tế. Nếu ngân hàng trung ương của đất nước cuối cùng cạn kiệt dự trữ quốc tế, thì ngân hàng này không thể giữ cho đồng tiền của mình không bị giảm giá, và việc **hạ giá** phải xảy ra, với việc tỷ giá hối đoái được ấn định lại ở mức thấp hơn.

Ngược lại, nếu đồng tiền của một quốc gia bị định giá thấp, thì biện pháp can thiệp của ngân hàng trung ương của nước đó để giữ cho đồng tiền không tăng giá sẽ dẫn đến việc tăng dự trữ quốc tế. Như chúng ta sẽ thấy ngay sau đây, có thể ngân hàng trung ương không muốn mua các khoản dự trữ quốc tế này, và do đó, họ muốn ấn định lại tỷ giá hối đoái ở mức cao hơn (**nâng giá**).

Dịch chuyển vốn hoàn hảo Nếu dịch chuyển vốn là hoàn hảo, nghĩa là không có rào cản người dân trong nước mua tài sản nước ngoài hoặc người nước ngoài mua tài sản trong nước, thì một can thiệp tỷ giá hối đoái trung hòa không thể giữ tỷ giá hối đoái tại E_{par} vì, như chúng ta đã thấy trước đó trong chương, lợi suất kỳ vọng tương đối của tài sản trong nước không bị ảnh hưởng. Ví dụ, nếu tỷ giá hối đoái được định giá quá cao, việc mua nội tệ trung hòa khiến lợi suất kỳ vọng tương đối và đường cầu không thay đổi, do đó áp lực giảm giá đồng nội tệ vẫn không bị loại bỏ. Nếu ngân hàng trung ương tiếp tục mua nội tệ nhưng tiếp tục trung hòa, thì họ sẽ tiếp tục bị sụt giảm dự trữ quốc tế cho đến khi cạn kiệt và buộc phải hạ giá trị của đồng tiền này xuống mức thấp hơn.

[4] Vì tỷ giá hối đoái sẽ tiếp tục được cố định tại E_{par}, tỷ giá hối đoái dự kiến trong tương lai không thay đổi và do đó không được đề cập trong phân tích.

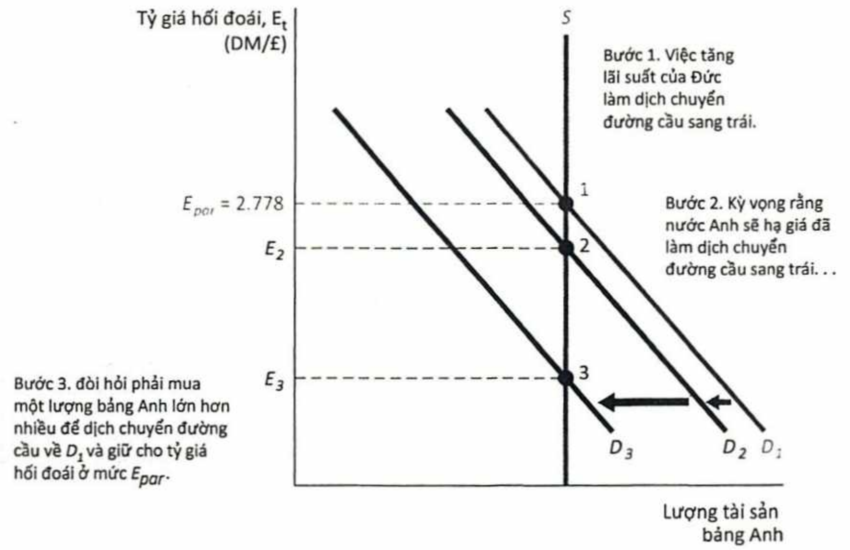
Các cuộc tấn công đầu cơ

Một thiếu sót nghiêm trọng của các hệ thống tỷ giá hối đoái cố định như hệ thống Bretton Woods và Hệ thống Tiền tệ châu Âu là các hệ thống như vậy có thể dẫn đến khủng hoảng ngoại hối xuất phát từ **tấn công đầu cơ** vào đồng tiền. Một cuộc tấn công đầu cơ là việc bán một đồng tiền yếu hoặc mua một đồng tiền mạnh với số lượng lớn gây ra sự thay đổi mạnh trong tỷ giá hối đoái. Trong ứng dụng sau đây, chúng ta sử dụng mô hình xác định tỷ giá hối đoái để hiểu cuộc khủng hoảng ngoại hối tháng 9 năm 1992 làm rung chuyển Hệ thống tiền tệ châu Âu ra đời như thế nào.

ỨNG DỤNG Cuộc khủng hoảng ngoại hối tháng 9 năm 1992

Sau khi thống nhất nước Đức vào tháng 10 năm 1990, ngân hàng trung ương Đức, Bundesbank, phải đối mặt với áp lực lạm phát gia tăng, với lạm phát tăng từ dưới 3% năm 1990 lên gần 5% vào năm 1992. Để kiểm soát tăng trưởng tiền tệ và giảm lạm phát, ngân hàng Bundesbank đã tăng lãi suất của Đức lên gần mức hai con số. Hình 3 cho thấy hậu quả của những hành động này của ngân hàng Bundesbank trên thị trường ngoại hối của bảng

MyLab Economics Bài giảng Mini



HÌNH 3 Thị trường ngoại hối của đồng Bảng Anh năm 1992

Việc các nhà đầu cơ nhận ra rằng Vương quốc Anh sẽ sớm hạ giá đồng bảng Anh đã làm giảm lợi suất kỳ vọng tương đối của tài sản bảng Anh, dẫn đến sự dịch chuyển sang trái của đường cầu từ D_2 sang D_3. Kết quả là, ngân hàng trung ương Anh buộc phải mua một lượng lớn bảng Anh trong nỗ lực tăng lãi suất để đường cầu dịch chuyển trở lại D_1 và tỷ giá hối đoái E_{par} vẫn ở mức 2,778 mark Đức/bảng Anh.

Anh. Lưu ý rằng trong sơ đồ, bảng Anh là tiền nội địa và mark Đức (deutsche mark, DM, đồng tiền của Đức trước khi đồng euro ra đời năm 1999) là ngoại tệ.

Việc tăng lãi suất của Đức i^F đã làm giảm lợi suất kỳ vọng tương đối của tài sản đồng bảng Anh và dịch đường cầu sang D_2, như trong Hình 3. Giao điểm của đường cung và đường cầu tại điểm 2 lúc này nằm dưới giới hạn tỷ giá hối đoái thấp hơn tại thời điểm đó (2,778 mark trên một pound, ký hiệu là E_{par}). Để tăng giá trị của đồng bảng Anh so với đồng mark và để khôi phục tỷ giá hối đoái mark/bảng Anh về giới hạn của cơ chế tỷ giá hối đoái, một trong hai lựa chọn phải xảy ra. Trong lựa chọn đầu tiên, Ngân hàng Trung ương Anh sẽ phải theo đuổi chính sách tiền tệ thắt chặt, tăng lãi suất của Anh đủ để dịch chuyển đường cầu trở lại D_1, sao cho điểm cân bằng sẽ duy trì ở điểm 1 và tỷ giá hối đoái sẽ duy trì ở mức E_{par}. Hoặc, Bundesbank sẽ phải theo đuổi một chính sách tiền tệ mở rộng, hạ lãi suất của Đức. Lãi suất của Đức thấp hơn sẽ làm tăng lợi suất kỳ vọng tương đối trên tài sản của Anh và dịch chuyển đường cầu trở lại D_1, do đó tỷ giá hối đoái sẽ duy trì ở mức E_{par}.

Điểm quan trọng ở đây là Ngân hàng Bundesbank, với mục tiêu chính là chống lạm phát, không sẵn sàng theo đuổi chính sách tiền tệ mở rộng, và người Anh, đang phải đối mặt với cuộc suy thoái tồi tệ nhất trong thời kỳ hậu chiến, không sẵn sàng theo đuổi chính sách tiền tệ thắt chặt để hỗ trợ đồng bảng Anh. Sự bế tắc này trở nên rõ ràng khi, trước áp lực lớn từ các thành viên khác của EMS, ngân hàng Bundesbank chỉ sẵn sàng giảm lãi suất cho vay với một mức tượng trưng vào ngày 14 tháng 9 sau một cuộc tấn công đầu cơ nhắm vào đồng tiền của các nước Scandinavia. Vì vậy, tại một thời điểm nào đó trong tương lai gần, giá trị của đồng bảng Anh sẽ phải giảm xuống điểm 2. Các nhà đầu cơ lúc này biết rằng đồng bảng Anh sắp giảm giá và do đó, tỷ giá hối đoái dự kiến trong tương lai, E^e_{t+1} giảm. Kết quả là, lợi suất kỳ vọng tương đối trên đồng bảng Anh giảm mạnh, làm dịch chuyển đường cầu sang trái sang D_3 trong Hình 3.

Do sự dịch chuyển mạnh sang trái của đường cầu, có một lượng dư cung tài sản đồng bảng Anh khổng lồ tại tỷ giá hối đoái ngang giá E_{par}, điều này gây ra sự bán tháo đồng bảng Anh (và mua đồng mark) mạnh của các nhà đầu cơ. Nhu cầu đòi hỏi ngân hàng trung ương Anh can thiệp để nâng giá trị của đồng bảng Anh mạnh hơn nhiều và đòi hỏi lãi suất của Anh tăng mạnh. Ngân hàng Trung ương Anh đã phải can thiệp mạnh, dẫn đến việc tăng lãi suất cho vay từ 10% lên 15%, nhưng vẫn không đủ để cứu đồng bảng Anh. Người Anh cuối cùng đã buộc phải từ bỏ vào ngày 16 tháng 9: Họ rút khỏi ERM vô thời hạn và để đồng bảng Anh giảm giá 10% so với đồng mark.

Các cuộc tấn công đầu cơ vào các đồng tiền khác đã buộc đồng peseta của Tây Ban Nha giảm giá 5% và đồng lira của Ý giảm 15%. Để bảo vệ đồng tiền của mình, ngân hàng trung ương Thụy Điển đã buộc phải tăng lãi suất cho vay hàng ngày lên mức trên trời 500%! Vào thời điểm cuộc khủng hoảng kết thúc, các ngân hàng trung ương Anh, Pháp, Ý, Tây Ban Nha và Thụy Điển đã can thiệp tới 100 tỷ đô la; riêng ngân hàng Bundesbank đã chi 50 tỷ đô la để can thiệp ngoại hối.

Nỗ lực hỗ trợ Hệ thống Tiền tệ châu Âu không hề rẻ đối với các ngân hàng trung ương này. Người ta ước tính rằng họ đã mất từ 4 đến 6 tỷ đô la do hậu quả của can thiệp tỷ giá hối đoái trong cuộc khủng hoảng. Các ngân hàng trung ương mất gì, giới đầu cơ được lợi đó. Một quỹ đầu cơ do George Soros điều hành đã kiếm được 1 tỷ đô la lợi nhuận trong cuộc khủng hoảng và các nhà giao dịch của Citibank đã kiếm được 200 triệu đô la. Khi một cuộc khủng hoảng tỷ giá xảy ra, cuộc sống của các nhà đầu cơ tỷ giá sẽ rất ngọt ngào. ◆

Tam nan đề chính sách

Một hàm ý quan trọng của phân tích ở trên là một quốc gia ràng buộc tỷ giá hối đoái của mình với đồng tiền neo của một quốc gia lớn hơn sẽ mất quyền kiểm soát chính sách tiền tệ của mình. Nếu quốc gia lớn hơn theo đuổi chính sách tiền tệ thu hẹp hơn và tăng lãi suất, hành động này sẽ dẫn đến lạm phát kỳ vọng thấp hơn ở quốc gia đó, do vậy làm đồng tiền của quốc gia lớn hơn tăng giá và của đồng tiền của quốc gia nhỏ hơn giảm giá. Do quốc gia nhỏ hơn khóa tỷ giá hối đoái của mình với đồng tiền neo, họ sẽ thấy đồng tiền của mình bị định giá quá cao và do đó sẽ phải bán đồng tiền neo và mua đồng tiền của mình để giữ cho đồng tiền của mình không bị giảm giá. Kết quả của biện pháp can thiệp ngoại hối này sẽ là sự sụt giảm dự trữ quốc tế của nước nhỏ hơn, cơ sở tiền tệ của nước này bị thu hẹp và lãi suất tăng. Việc trung hòa can thiệp ngoại hối này không khả thi vì hành động này sẽ chỉ tiếp tục làm mất thêm dự trữ quốc tế, cho đến khi quốc gia nhỏ hơn buộc phải hạ giá đồng tiền của mình. Quốc gia nhỏ hơn không còn khả năng kiểm soát chính sách tiền tệ của mình bởi vì các biến động trong lãi suất của nó hoàn toàn được xác định bởi các chuyển động trong lãi suất của quốc gia lớn hơn.

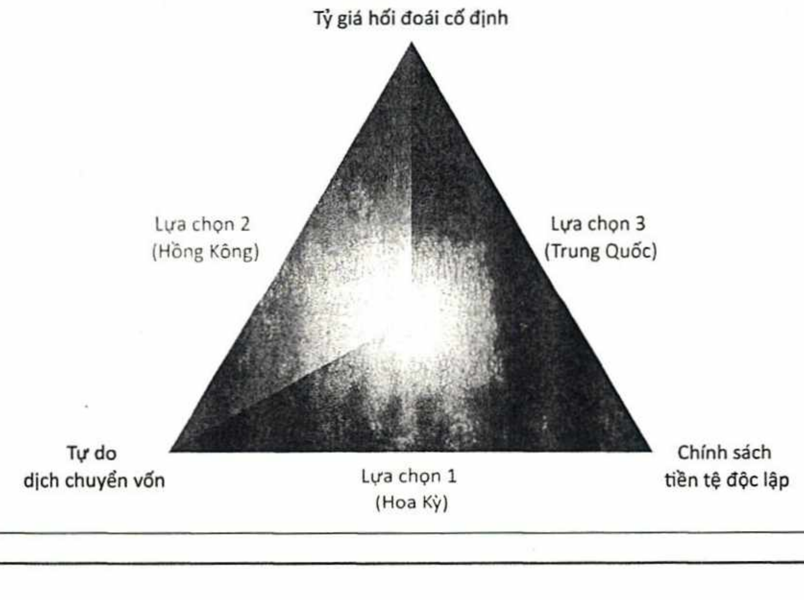
Do đó, phân tích của chúng ta chỉ ra rằng một quốc gia (hoặc một liên minh tiền tệ như Khu vực đồng Euro) không thể theo đuổi ba chính sách sau cùng một lúc: (1) tự do dịch chuyển vốn, (2) tỷ giá hối đoái cố định và (3) chính sách tiền tệ độc lập. Các nhà kinh tế gọi kết quả này là **tam nan đề chính sách** (hay nói một cách màu sắc hơn là **bộ ba bất khả thi**). Hình 4 minh họa tam nan đề chính sách. Một quốc gia chỉ có thể chọn hai trong ba phương án, được biểu thị bằng các cạnh của tam giác. Trong phương án 1, một quốc gia (hoặc liên minh tiền tệ) chọn dịch chuyển vốn và chính sách tiền tệ độc lập, nhưng không có tỷ giá hối đoái cố định. Khu vực đồng tiền chung châu Âu và Hoa Kỳ đã đưa ra lựa chọn này. Hong Kong và Belize đã chọn phương án 2, với tự do dịch chuyển vốn và tỷ giá hối đoái cố định, nhưng quốc gia này không có chính sách tiền tệ độc lập. Các quốc gia khác, như Trung Quốc, đã chọn phương án 3, có tỷ giá hối đoái cố định và theo đuổi chính sách

MyLab Economics Bài giảng Mini

HÌNH 4

Tam nan đề Chính sách

Một quốc gia (hoặc liên minh tiền tệ) không thể theo đuổi ba chính sách sau cùng một lúc: (1) vốn tự do luân chuyển, (2) tỷ giá hối đoái cố định và (3) chính sách tiền tệ độc lập. Thay vào đó, nó phải chọn hai trong ba chính sách được ký hiệu bằng các cạnh của tam giác.



tiền tệ độc lập nhưng không có tự do dịch chuyển vốn vì bị **kiểm soát vốn** hoặc hạn chế đối với việc di chuyển vốn tự do qua biên giới.

Do đó, tam nan để chính sách khiến các nước đứng trước sự lựa chọn khó khăn. Họ chấp nhận sự biến động tỷ giá hối đoái (phương án 1), từ bỏ chính sách tiền tệ độc lập (phương án 2), hay hạn chế dòng vốn (phương án 3)?

ỨNG DỤNG

Trung Quốc tích lũy 4 nghìn tỷ đô la dự trữ quốc tế bằng cách nào?

Đến năm 2014, Trung Quốc đã tích lũy được 4 nghìn tỷ đô la dự trữ quốc tế (tuy nhiên, con số này đã giảm xuống còn 3 nghìn tỷ đô la vào năm 2017). Làm thế nào mà người Trung Quốc có được lượng tài sản nước ngoài khổng lồ này? Xét cho cùng, Trung Quốc vẫn chưa phải là một quốc gia giàu có.

Câu trả lời là vào năm 1994, Trung Quốc đã cố định tỷ giá hối đoái của mình với đồng đô la Mỹ ở tỷ giá là 12 xu một yuan (nhân dân tệ). Năng suất tăng nhanh của Trung Quốc, cùng với tỷ lệ lạm phát thấp hơn của Hoa Kỳ, khiến giá trị dài hạn của đồng nhân dân tệ tăng lên, dẫn đến lợi suất kỳ vọng tương đối trên tài sản đồng nhân dân tệ và sự dịch chuyển sang phải của đường cầu của tài sản đồng nhân dân tệ. Kết quả là, Trung Quốc đã rơi vào tình huống được mô tả trong bảng (b) của Hình 2, đồng nhân dân tệ bị định giá thấp. Để giữ cho đồng nhân dân tệ không tăng giá lên trên E_{par} đến E_1 trong hình, ngân hàng trung ương Trung Quốc đã mua lượng lớn tài sản bằng đô la Mỹ. Ngày nay, chính phủ Trung Quốc là một trong những nước nắm giữ trái phiếu chính phủ Mỹ lớn nhất trên thế giới.

Người Trung Quốc đã cố định đồng nhân dân tệ ở mức 12 cent từ năm 1994 đến năm 2005. Bởi vì chính quyền Trung Quốc đã tạo ra những rào cản đáng kể đối với sự dịch chuyển vốn, họ có thể trung hòa hầu hết các can thiệp tỷ giá hối đoái của mình trong khi vẫn duy trì tỷ giá hối đoái. Tuy nhiên, các biện pháp can thiệp tỷ giá hối đoái của họ đã dẫn đến cung tiền tăng nhanh tạo ra áp lực lạm phát. Tháng 7 năm 2005, cuối cùng Trung Quốc đã neo tỷ giá linh hoạt hơn bằng cách để giá trị của đồng nhân dân tệ tăng 2,1%, và sau đó Trung Quốc đã tăng giá dần dần đồng nhân dân tệ. Ngân hàng trung ương Trung Quốc cũng ra dấu cho thấy họ sẽ không còn cố định giá trị của đồng nhân dân tệ với đô la Mỹ, mà thay vào đó sẽ duy trì giá trị của nó so với một giỏ đồng tiền.

Sau năm 2014, đồng nhân dân tệ của Trung Quốc không còn bị định giá thấp nữa và ngân hàng trung ương Trung Quốc bắt đầu thu mua đồng nhân dân tệ, dẫn đến dự trữ ngoại hối sụt giảm. Đến năm 2017, dự trữ quốc tế của Trung Quốc đã giảm xuống còn 3 nghìn tỷ đô la. •

Liên minh tiền tệ

Một biến thể của chế độ tỷ giá hối đoái cố định là một **liên minh tiền tệ (hoặc đồng tiền)**, trong đó một nhóm các quốc gia quyết định áp dụng một đồng tiền chung, do đó gắn tỷ giá hối đoái của các quốc gia với nhau. Một trong những liên minh tiền tệ sớm nhất được thành lập vào năm 1787, khi 13 thuộc địa châu Mỹ thành lập Hợp chủng quốc Hoa Kỳ và từ bỏ các đồng tiền riêng lẻ của họ để dùng đô la Mỹ. Liên minh tiền tệ được thành lập gần đây nhất là Liên minh Tiền tệ Châu Âu (EMU), được thành lập vào tháng 1 năm 1999, khi 11 quốc gia thành viên ban đầu áp dụng đồng tiền chung mới, đồng euro.

Lợi thế kinh tế chính của liên minh tiền tệ là nó làm cho thương mại xuyên biên giới dễ dàng hơn vì hàng hóa và dịch vụ ở tất cả các nước thành viên được định giá bằng cùng một đồng tiền. Tuy nhiên, như với bất kỳ chế độ tỷ giá hối đoái cố định và tự do dịch chuyển vốn nào, liên minh tiền tệ có nghĩa là các quốc gia riêng lẻ không còn duy trì các chính sách tiền tệ độc lập của riêng mình để giải quyết sự thiếu hụt của tổng cầu. Bất lợi này của một liên minh tiền tệ đã đặt ra câu hỏi về việc liệu Khu vực đồng Euro có tan rã hay không, như thảo luận trong hộp Toàn cầu "Liệu đồng Euro có tiếp tục tồn tại?"

Thả nổi có điều tiết

Với sự sụp đổ của hệ thống Bretton Woods, hầu hết tỷ giá hối đoái hiện thay đổi hàng ngày để phản ứng với các tác động của thị trường, nhưng các ngân hàng trung ương vẫn chưa sẵn sàng từ bỏ việc can thiệp vào thị trường ngoại hối. Khả năng ngăn chặn những thay đổi lớn về tỷ giá hối đoái giúp các công ty và cá nhân mua hoặc bán hàng hóa ở nước ngoài dễ dàng lập kế hoạch cho tương lai. Hơn nữa, các quốc gia có thặng dư cán cân thanh toán thường không muốn đồng tiền của họ tăng giá, bởi vì điều đó làm cho hàng hóa của họ ở nước ngoài đắt hơn và hàng hóa nước ngoài rẻ hơn ở trong nước. Bởi vì sự tăng giá có thể ảnh hưởng đến doanh số bán hàng của các doanh nghiệp trong nước và gia tăng tỷ lệ thất nghiệp, các quốc gia có thặng dư cán cân thanh toán thường bán đồng tiền của họ trên thị trường ngoại hối và mua dự trữ quốc tế.

Các quốc gia có thâm hụt cán cân thanh toán không muốn đồng tiền của mình giảm giá vì nó làm cho hàng hóa nước ngoài đắt hơn đối với người tiêu dùng trong nước và có

Toàn cầu — Liệu đồng Euro có tiếp tục tồn tại?

Cuộc khủng hoảng tài chính toàn cầu 2007-2009 đã dẫn đến suy thoái kinh tế trên khắp châu Âu, với các quốc gia ở phía nam của Khu vực đồng tiền chung châu Âu bị ảnh hưởng đặc biệt nghiêm trọng. Tỷ lệ thất nghiệp ở các nước phía nam bị ảnh hưởng nặng nề tăng nhanh hơn nhiều so với các nước phía bắc như Đức. Hơn nữa, với sự thu hẹp nền kinh tế, nhiều quốc gia phía nam bắt đầu có thâm hụt ngân sách chính phủ lớn và khủng hoảng nợ chính phủ, như mô tả trong Chương 12, với việc các nhà đầu tư rút lui khỏi việc mua trái phiếu của các quốc gia này, khiến lãi suất bị đẩy lên rất cao. Sự sụp đổ của nền kinh tế các nước phía Nam có thể được xoa dịu bằng chính sách tiền tệ thoáng hơn để kích thích hoạt động kinh tế, nhưng lựa chọn này không khả dụng đối với các nước này vì Ngân hàng Trung ương Châu Âu phải thực hiện chính sách tiền tệ cho cả Khu vực đồng tiền chung châu Âu, không bị ảnh hưởng nặng nề như các nước phía nam.

Hiệu ứng "áo bó"* này của đồng euro đã làm suy yếu sự ủng hộ đối với đồng euro ở các nước phía nam, dẫn đến các ý kiến gia tăng về việc từ bỏ đồng euro. Sự ủng hộ đối với đồng euro cũng yếu đi ở các nước phía bắc mạnh hơn, vì họ luôn bị kêu gọi phải cung cấp các gói cứu trợ cho các nước thành viên yếu hơn. Bởi vì các nước mạnh hơn có thể muốn từ bỏ cam kết của họ với đồng euro để không phải chuyển tiền của họ cho các nước yếu hơn, và các nước yếu hơn có thể muốn từ bỏ cam kết với đồng euro để họ có thể thúc đẩy nền kinh tế của mình thông qua chính sách tiền tệ mở rộng hơn và sự giảm giá của đồng tiền, mọi người bắt đầu nghi ngờ về khả năng tồn tại của Liên minh Tiền tệ Châu Âu. Tuy nhiên, đồng euro vẫn được nhiều người coi là một bước tiến quan trọng trong việc hình thành một châu Âu thống nhất và hùng mạnh hơn, và lý do chính trị này đã tạo ra sự ủng hộ mạnh mẽ cho việc tiếp tục duy trì liên minh tiền tệ.

* Từ gốc *straight-jacket* dùng để chỉ loại áo đặc biệt có tay bị bó chặt vào thân để hạn chế người mặc gây hại cho người khác, thường dùng trong y khoa và hành pháp. (ND)

thể kích thích lạm phát. Để giữ giá trị đồng nội tệ cao, các quốc gia thâm hụt thường mua đồng tiền của mình trên thị trường ngoại hối và từ bỏ dự trữ quốc tế.

Hệ thống tài chính quốc tế hiện tại là sự kết hợp giữa hệ thống tỷ giá hối đoái cố định và linh hoạt. Tỷ giá dao động để phản ứng với các lực lượng thị trường nhưng không bị quyết định chỉ bởi các lực lượng này. Hơn nữa, nhiều quốc gia tiếp tục giữ cố định giá trị đồng tiền của họ so với các đồng tiền khác, như trường hợp của Hệ thống tiền tệ châu Âu trước khi đồng euro ra đời và Trung Quốc từ năm 1994 đến năm 2005.

KIỂM SOÁT VỐN

Các quốc gia thị trường mới nổi là những quốc gia gần đây đã mở cửa đón nhận các luồng hàng hóa, dịch vụ và vốn từ phần còn lại của thế giới. Các chính trị gia và một số nhà kinh tế ủng hộ việc các nước này tránh bất ổn tài chính bằng cách hạn chế sự dịch chuyển vốn. Kiểm soát vốn có phải là một ý tưởng tốt?

Kiểm soát dòng vốn ra

Dòng vốn ra có thể thúc đẩy sự bất ổn tài chính bởi vì, khi người dân trong nước và người nước ngoài rút vốn ra khỏi một quốc gia, dòng vốn ra buộc quốc gia đó phải hạ giá đồng tiền của mình. Muốn tránh những bất ổn như vậy, các chính trị gia ở các nước thị trường mới nổi sẽ ưa dùng các biện pháp kiểm soát vốn.

Mặc dù sự kiểm soát này này có vẻ là một ý tưởng hay, nhưng chúng có một số nhược điểm. Thứ nhất, thực tiễn chỉ ra rằng các biện pháp kiểm soát dòng vốn ra ít khi có hiệu quả trong thời kỳ khủng hoảng, vì khu vực tư nhân sẽ có cách để né tránh khéo léo và gặp ít khó khăn trong việc chuyển vốn ra khỏi một quốc gia. Thứ hai, bằng chứng cho thấy tình trạng tháo chạy vốn có thể sẽ tăng lên sau khi các biện pháp kiểm soát được đưa ra vì niềm tin vào chính phủ bị suy yếu. Thứ ba, việc kiểm soát dòng vốn ra có thể dẫn đến tham nhũng, vì các quan chức chính phủ thường được trả tiền để lờ đi khi người dân trong nước tìm cách chuyển tiền ra nước ngoài. Thứ tư, các biện pháp kiểm soát dòng vốn ra có thể khiến các chính phủ nghĩ rằng họ không cần phải cải cách hệ thống tài chính để đối phó với khủng hoảng, và do đó các cơ hội để cải thiện hoạt động của nền kinh tế bị mất đi.

Kiểm soát dòng vốn vào

Mặc dù hầu hết các nhà kinh tế thấy các lập luận phản đối các biện pháp kiểm soát dòng vốn ra là thuyết phục, nhưng ý tưởng về các biện pháp kiểm soát dòng vốn vào nhận được nhiều sự ủng hộ hơn. Những người ủng hộ cho rằng nếu vốn đầu cơ không vào được thì nó cũng không thể đột ngột đi ra. Do đó, một cuộc khủng hoảng tiềm ẩn được ngăn chặn. Phân tích về các cuộc khủng hoảng tài chính trong Chương 12 hỗ trợ quan điểm này từ việc dòng vốn vào có thể dẫn đến bùng nổ tín dụng và hấp thụ rủi ro quá mức từ phía ngân hàng, những yếu tố có thể giúp kích hoạt khủng hoảng tài chính.

Tuy nhiên, các biện pháp kiểm soát đối với dòng vốn chảy vào có mặt bất cập là chúng có thể chặn luôn cả dòng chảy vào của quỹ cho các cơ hội đầu tư hiệu quả của một quốc gia. Mặc dù các biện pháp kiểm soát đối với dòng vốn vào có thể hạn chế nguồn nhiên liệu cho các đợt bùng nổ tín dụng, nhưng theo thời gian, chúng tạo ra sự biến dạng đáng kể và phân bổ sai nguồn lực khi các hộ gia đình và doanh nghiệp cố gắng tìm cách để lách. Cũng như kiểm soát dòng vốn ra, kiểm soát vốn vào có thể dẫn đến tham nhũng. Tính hiệu quả

của các biện pháp kiểm soát vốn trong môi trường ngày nay đang bị nghi ngờ cực lớn, vì thương mại cởi mở và sự đa dạng của các công cụ tài chính giúp việc lách qua các biện pháp kiểm soát này dễ dàng hơn.

Mặt khác, ta có thể thấy rõ ràng có thể cải thiện quy định và giám sát ngân hàng để dòng vốn vào ít có khả năng tạo ra bùng nổ cho vay, khuyến khích các ngân hàng hấp thụ rủi ro quá mức. Ví dụ, các hạn chế về tăng trưởng tín dụng ngân hàng có thể hạn chế đáng kể dòng vốn vào. Thay vì tập trung giám sát các triệu chứng, các biện pháp kiểm soát tập trung vào các nguồn gây ra sự mong manh tài chính, có thể nâng cao hiệu quả của hệ thống tài chính hơn so với việc cản trở nó.

VAI TRÒ CỦA IMF

Quỹ Tiền tệ Quốc tế (IMF) ban đầu được thành lập theo hệ thống Bretton Woods để giúp các quốc gia giải quyết các vấn đề cán cân thanh toán và duy trì tỷ giá hối đoái cố định bằng cách cho các quốc gia thâm hụt vay. Khi hệ thống tỷ giá hối đoái cố định của Bretton Woods sụp đổ vào năm 1973, IMF đã đảm nhận vai trò mới.

IMF tiếp tục hoạt động như một cơ quan thu thập dữ liệu và tiếp tục hỗ trợ kỹ thuật cho các nước thành viên. Mặc dù IMF không còn nỗ lực vận động cho tỷ giá hối đoái cố định, nhưng vai trò của nó với tư cách là người cho vay quốc tế đã trở nên quan trọng hơn trong những năm gần đây. Vai trò này lần đầu tiên được đề cao vào những năm 1980 trong cuộc khủng hoảng nợ Thế giới thứ Ba, trong đó IMF hỗ trợ các nước đang phát triển trả các khoản vay của họ. Trong các cuộc khủng hoảng tài chính ở Mexico từ 1994–1995 và ở Đông Á từ 1997–1998, IMF đã thực hiện các khoản vay khổng lồ cho những nước này và các nước bị ảnh hưởng khác để giúp họ phục hồi tài chính và ngăn chặn sự lây lan của cuộc khủng hoảng sang các nước khác. Sau đó, bắt đầu từ năm 2010, IMF đã thực hiện các khoản vay lớn cho Hy Lạp, Ireland và Bồ Đào Nha để giúp các nước này tránh bị vỡ nợ chính phủ. Vai trò người cho vay quốc tế cuối cùng và giúp các nước đối phó với bất ổn tài chính của IMF, thực sự còn gây tranh cãi.

IMF có nên đóng vai trò là người cho vay quốc tế cuối cùng?

Chúng ta đã thấy rằng khi một ngân hàng trung ương tham gia vào hoạt động cho vay cuối cùng, như Cục Dự trữ Liên bang đã làm trong cuộc khủng hoảng tài chính toàn cầu gần đây, họ có thể giảm thiểu mức độ nghiêm trọng của cuộc khủng hoảng tài chính và đôi khi thậm chí ngăn chặn nó xảy ra. Khi IMF đóng vai trò là người cho vay quốc tế cuối cùng, vai trò này có thể có những lợi ích tương tự, đặc biệt khi ngân hàng trung ương của quốc gia mà IMF cho vay không có đủ năng lực để đối phó với khủng hoảng.

Tuy nhiên, việc IMF đóng vai trò là người cho vay quốc tế cuối cùng có thể dẫn đến các vấn đề rủi ro đạo đức nghiêm trọng. Thứ nhất, khi biết rằng IMF sẵn sàng đảm nhận vai trò này có thể khuyến khích các chính phủ phung phí, bởi vì họ biết rằng họ có khả năng được IMF cứu trợ nếu mọi thứ vượt quá tầm kiểm soát. Thứ hai, các chính phủ sử dụng quỹ IMF để bảo vệ người gửi tiền và các chủ nợ khác của các tổ chức ngân hàng khỏi thiệt hại. Mạng lưới an toàn này tạo ra vấn đề rủi ro đạo đức được thảo luận trong Chương 10, bởi vì người gửi tiền và các chủ nợ khác có ít động lực hơn để giám sát các tổ chức ngân hàng này và rút tiền gửi của họ nếu các tổ chức này chịu quá nhiều rủi ro.

Một người cho vay quốc tế cuối cùng phải tìm cách hạn chế hai vấn đề rủi ro đạo đức này để tránh tình hình trở nên tồi tệ hơn. Người cho vay quốc tế cuối cùng có thể làm rõ rằng họ sẽ chỉ cung cấp thanh khoản cho các chính phủ có quản lý tài chính lành mạnh và

thực hiện các biện pháp để ngăn chặn các định chế tài chính hấp thụ rủi ro quá mức. Tuy nhiên, những người chỉ trích IMF cho rằng IMF đã không gây đủ áp lực lên các chính phủ nhận vốn vay để giải quyết hai vấn đề rủi ro đạo đức này, và do đó, họ tin rằng IMF nên từ bỏ vai trò là người cho vay quốc tế cuối cùng. IMF cũng bị chỉ trích vì áp đặt chương trình thắt lưng buộc bụng buộc các chính phủ đi vay phải cắt giảm chi tiêu của chính phủ, tăng thuế và tăng lãi suất. Các chương trình thắt lưng buộc bụng này có thể mang tính thắt chặt quá cao (xem Chương 22) và có thể dẫn đến tỷ lệ thất nghiệp cao và thậm chí là bất ổn chính trị.

Cuộc tranh luận về việc liệu thế giới sẽ tốt đẹp hơn với vai trò cho vay quốc tế cuối cùng của IMF hiện đang là một cuộc tranh luận sôi nổi. Nhiều chú ý đang được tập trung vào các nỗ lực nhằm giúp IMF thực hiện vai trò này hiệu quả hơn và việc thiết kế lại IMF là trung tâm của các đề xuất về một kiến trúc tài chính quốc tế mới giúp giảm bất ổn tài chính quốc tế.

NHỮNG VẤN ĐỀ QUỐC TẾ VÀ CHÍNH SÁCH TIỀN TỆ

Cho đến nay phân tích của chúng ta đã cho thấy một số cách thức các vấn đề quốc tế có thể tác động lên chính sách tiền tệ. Nhận thức về những tác động này có thể có ý nghĩa quan trọng đối với cách thức tiến hành chính sách tiền tệ.

Ảnh hưởng trực tiếp của thị trường ngoại hối đến chính sách tiền tệ

Khi các ngân hàng trung ương can thiệp vào thị trường ngoại hối, họ mua lại hoặc bán bớt dự trữ quốc tế và cơ sở tiền tệ của họ bị ảnh hưởng. Khi một ngân hàng trung ương can thiệp vào thị trường ngoại hối, nó sẽ từ bỏ một số quyền kiểm soát đối với chính sách tiền tệ của mình. Ví dụ, vào đầu những năm 1970, ngân hàng trung ương Đức phải đối mặt với một tình thế lưỡng nan. Để cố gắng giữ cho đồng mark Đức không tăng giá quá nhiều so với đô la Mỹ, người Đức đã mua một lượng lớn dự trữ quốc tế, khiến tốc độ tăng trưởng tiền cao và lãi suất thấp hơn mà ngân hàng trung ương Đức coi là lạm phát.

Ngân hàng Bundesbank có thể chọn ngừng can thiệp vào thị trường ngoại hối, do đó lập lại quyền kiểm soát đối với chính sách tiền tệ của chính mình. Một chiến lược như vậy có một nhược điểm lớn khi ngân hàng trung ương chịu áp lực giữ đồng tiền của mình không tăng giá: Giá hàng nhập khẩu thấp hơn và giá hàng xuất khẩu cao hơn do đồng tiền tăng giá sẽ làm tổn hại đến các nhà sản xuất trong nước và tăng tỷ lệ thất nghiệp.

Do đồng đô la Mỹ là đồng tiền dự trữ nên cơ sở tiền tệ và cung tiền của Mỹ không bị ảnh hưởng nhiều bởi diễn biến trên thị trường ngoại hối. Chừng nào các ngân hàng trung ương nước ngoài, không phải Fed, còn can thiệp để giữ cho giá trị của đồng đô la không thay đổi, dự trữ quốc tế của người Mỹ sẽ không bị ảnh hưởng. Việc thực hiện chính sách tiền tệ thường dễ dàng hơn khi đồng tiền của một quốc gia là đồng tiền dự trữ.[5]

[5]Tuy nhiên, ngân hàng trung ương của một quốc gia có tiền dự trữ cần lo lắng về việc sử dụng đồng tiền khác để làm đồng tiền dự trữ quốc tế.

Vấn đề tỷ giá hối đoái

Nếu một ngân hàng trung ương không muốn đồng tiền của mình giảm giá trị, họ có thể theo đuổi một chính sách tiền tệ thắt chặt hơn để tăng lãi suất trong nước, củng cố sức mạnh đồng tiền của mình. Tương tự, nếu một quốc gia tăng giá đồng nội tệ, ngành công nghiệp trong nước của họ có thể gặp cạnh tranh gia tăng từ nước ngoài và có thể sẽ gây áp lực lên ngân hàng trung ương để nới lỏng chính sách tiền tệ nhằm giảm tỷ giá hối đoái.

NEO HAY THẢ: CHIẾN LƯỢC CHÍNH SÁCH TIỀN TỆ THAY THẾ TỶ GIÁ HỐI ĐOÁI MỤC TIÊU

Trong Chương 16, chúng ta đã thảo luận về hai chiến lược chính sách tiền tệ có thể được sử dụng để ổn định giá cả: lạm phát mục tiêu và chiến lược "*just do it*" của Cục Dự trữ Liên bang. Một chiến lược khác sử dụng một điểm neo danh nghĩa mạnh để ổn định giá cả được gọi là **tỷ giá hối đoái mục tiêu** (đôi khi được gọi là **neo tỷ giá hối đoái**).

Tỷ giá hối đoái mục tiêu là một chiến lược chính sách tiền tệ có lịch sử lâu đời. Nó có thể ở dạng cố định giá trị của đồng nội tệ với một hàng hóa như vàng, như chế độ bản vị vàng được mô tả ở trên. Gần đây hơn, các chế độ tỷ giá hối đoái cố định lại cố định giá trị của đồng nội tệ với giá trị đồng tiền của một quốc gia lớn, lạm phát thấp như Hoa Kỳ (*quốc gia neo*). Một giải pháp thay thế khác là *áp dụng mục tiêu (hoặc neo)* trượt, theo đó đồng tiền được phép giảm giá với tốc độ ổn định để tỷ lệ lạm phát của quốc gia bám neo có thể cao hơn tỷ lệ lạm phát của quốc gia neo.

Ưu điểm của tỷ giá hối đoái mục tiêu

Tỷ giá hối đoái mục tiêu có một số lợi thế. Thứ nhất, điểm neo danh nghĩa của mục tiêu định vị tỷ giá hối đoái trực tiếp góp phần vào mục tiêu giữ lạm phát trong tầm kiểm soát bằng cách gắn tỷ lệ lạm phát của hàng hóa giao dịch quốc tế với tỷ giá tại nước neo. Có thể thực hiện được điều này vì giá nước ngoài của hàng hóa giao dịch quốc tế do thị trường thế giới ấn định, trong khi giá trong nước của hàng hóa này được cố định bởi mục tiêu tỷ giá hối đoái. Ví dụ, cho đến năm 2002, tỷ giá hối đoái của đồng peso Argentina chính xác bằng một so với đồng đô la, vì vậy một giạ lúa mì được giao dịch quốc tế ở mức năm đô la có giá được ấn định ở mức năm peso. Nếu mục tiêu tỷ giá hối đoái là đáng tin cậy (tức là, dự kiến sẽ được tuân thủ), thì mục tiêu tỷ giá hối đoái có thêm lợi ích là neo kỳ vọng lạm phát vào tỷ lệ lạm phát ở nước neo.

Thứ hai, mục tiêu tỷ giá hối đoái tạo ra quy tắc thực hiện chính sách tiền tệ tự động giúp giảm thiểu vấn đề tiền hậu bất nhất được mô tả trong Chương 16. Như bạn thấy ở phần trên, mục tiêu tỷ giá hối đoái buộc chính sách tiền tệ phải thắt chặt khi nội tệ có xu hướng giảm giá và chính sách phải nới lỏng khi nội tệ có xu hướng tăng giá, do đó lựa chọn chính sách tiền tệ tùy nghi trở nên kém hợp lý. Vì vậy, ngân hàng trung ương sẽ bị hạn chế rơi vào bẫy tiền hậu bất nhất khi cố gắng gia tăng sản lượng và việc làm trong ngắn hạn bằng cách theo đuổi chính sách tiền tệ mở rộng quá mức.

Thứ ba, mục tiêu tỷ giá hối đoái có ưu điểm là đơn giản và rõ ràng, khiến công chúng dễ hiểu. Một "đồng tiền mạnh" là một khẩu hiệu dễ hiểu cho chính sách tiền tệ. Ví dụ,

* Đây là cụm từ trong tiếng Pháp, và được sử dụng phổ biến ở Pháp và Bỉ vào thập niên 1980 và đầu thập niên 1990 khi xây dựng chính sách gắn đồng nội tệ với đồng mark Đức.

trước đây, sự đơn giản này rất quan trọng ở Pháp, nơi mà khẩu hiệu *"franc fort"** (đồng franc mạnh) thường được sử dụng để minh giải cho chính sách tiền tệ thắt chặt.

Với những ưu điểm của nó, không có gì ngạc nhiên khi tỷ giá hối đoái mục tiêu đã được sử dụng thành công để kiểm soát lạm phát ở các nước công nghiệp phát triển. Ví dụ, cả Pháp và Vương quốc Anh đều sử dụng thành công tỷ giá hối đoái mục tiêu để giảm lạm phát bằng cách gắn giá trị đồng tiền của họ với đồng mark Đức. Năm 1987, khi Pháp lần đầu tiên cố định tỷ giá hối đoái của mình với đồng mark, tỷ lệ lạm phát của nước này là 3%, cao hơn tỷ lệ lạm phát của Đức hai điểm phần trăm. Đến năm 1992, tỷ lệ lạm phát của họ đã giảm xuống còn 2%, một mức có thể được xem là phù hợp với sự ổn định giá cả và thực tế thấp hơn tỷ lệ lạm phát của Đức. Đến năm 1996, tỷ lệ lạm phát của Pháp và Đức đã giảm xuống con số dưới 2% một chút. Tương tự, sau khi cố định đồng tiền của mình với đồng mark Đức vào năm 1990, Vương quốc Anh đã giảm được tỷ lệ lạm phát từ 10% xuống 3% vào năm 1992, khi nước này buộc phải từ bỏ cơ chế tỷ giá hối đoái (ERM).

Tỷ giá hối đoái mục tiêu cũng là một phương tiện hữu hiệu để giảm lạm phát nhanh chóng ở các nước thị trường mới nổi. Ví dụ, trước khi hạ giá đồng tiền ở Mexico vào năm 1994, tỷ giá hối đoái mục tiêu đã giúp nước này giảm lạm phát từ mức trên 100% năm 1988 xuống mức dưới 10% năm 1994.

Nhược điểm của tỷ giá hối đoái mục tiêu

Dù có những lợi thế, vẫn có một số chỉ trích về chiến lược tỷ giá hối đoái mục tiêu. Vấn đề (như chúng ta đã thấy trước đó trong chương) là với tính lưu động của vốn, quốc gia định vị mục tiêu không thể duy trì chính sách tiền tệ độc lập của riêng mình và sử dụng chính sách tiền tệ này để ứng phó với các cú sốc trong nước không liên quan tới quốc gia neo. Hơn nữa, định vị mục tiêu tỷ giá hối đoái có nghĩa là các cú sốc đối với quốc gia neo được truyền trực tiếp đến quốc gia định vị mục tiêu, bởi vì những thay đổi về lãi suất ở quốc gia neo dẫn đến những thay đổi tương ứng về lãi suất ở quốc gia bám neo.

Một ví dụ nổi bật của những điểm yếu này diễn ra khi nước Đức được thống nhất vào năm 1990. Để đối phó với những lo ngại về áp lực lạm phát sinh ra từ quá trình thống nhất và việc mở rộng mạnh tài khóa để tái thiết Đông Đức, lãi suất dài hạn của Đức đã tăng cho đến tháng 2 năm 1991, và lãi suất ngắn hạn tăng cho đến tháng 12 năm 1991. Cú sốc này đối với quốc gia neo trong cơ chế tỷ giá hối đoái (ERM) đã được truyền trực tiếp đến các quốc gia khác trong ERM có đồng tiền của họ được cố định với đồng mark, và lãi suất của họ tăng cùng với lãi suất của Đức. Việc tiếp tục tuân thủ mục tiêu tỷ giá hối đoái đã làm chậm tăng trưởng kinh tế và gia tăng tỷ lệ thất nghiệp ở các quốc gia vẫn nằm trong tỷ giá hối đoái ERM ví dụ như Pháp.

Vấn đề thứ hai đối với tỷ giá hối đoái mục tiêu là các đồng tiền quốc gia có thể phải hứng chịu các cuộc tấn công đầu cơ. Một hậu quả thực tế của sự thống nhất nước Đức là cuộc khủng hoảng ngoại hối vào tháng 9 năm 1992. Như chúng ta đã thấy ở phần trên, chính sách tiền tệ thắt chặt được thực hiện ở Đức sau khi thống nhất đã khiến các quốc gia của ERM phải chịu một cú sốc về nhu cầu tiêu cực dẫn đến sự suy giảm tăng trưởng kinh tế và gia tăng trong tình trạng thất nghiệp. Trong những trường hợp như vậy, chắc chắn chính phủ các nước này có khả năng giữ tỷ giá hối đoái của họ cố định so với đồng mark, nhưng các nhà đầu cơ bắt đầu đặt câu hỏi liệu cam kết của các nước này đối với tỷ giá hối đoái cuối cùng có suy yếu hay không. Các nhà đầu cơ suy luận rằng các quốc gia này sẽ

không chịu được sự gia tăng tỷ lệ thất nghiệp do giữ lãi suất đủ cao để chống lại các cuộc tấn công vào đồng tiền của họ.

Ở giai đoạn này, trên thực tế, các nhà đầu cơ đặt cược một chiều, bởi vì đồng tiền của các quốc gia như Pháp, Tây Ban Nha, Thụy Điển, Ý và Vương quốc Anh chỉ có thể đi theo một hướng và giảm giá so với đồng mark. Việc bán các đồng tiền này trước khi chúng phải giảm giá đã mang lại cho các nhà đầu cơ cơ hội kiếm lợi hấp dẫn với lợi suất kỳ vọng tiềm năng cao. Kết quả là cuộc tấn công đầu cơ diễn ra vào tháng 9 năm 1992. Chỉ nước Pháp giữ được cam kết về tỷ giá hối đoái cố định đủ để Pháp không phải hạ giá đồng tiền. Chính phủ của các quốc gia ERM khác không sẵn sàng bảo vệ đồng tiền của họ bằng mọi giá và cuối cùng đã phải hạ giá đồng tiền.

Các phản ứng khác nhau của Pháp và Anh sau cuộc khủng hoảng tỷ giá hối đoái tháng 9 năm 1992 minh họa chi phí tiềm năng của tỷ giá hối đoái mục tiêu. Pháp, quốc gia tiếp tục cố định đồng tiền của mình với đồng mark và do đó không thể sử dụng chính sách tiền tệ để đáp ứng các điều kiện trong nước, vẫn chịu tăng trưởng kinh tế chậm sau năm 1992 và tỷ lệ thất nghiệp gia tăng. Mặt khác, Vương quốc Anh, quốc gia đã từ bỏ tỷ giá hối đoái ERM và áp dụng lạm phát mục tiêu, đã đạt được kết quả kinh tế tốt hơn nhiều: Tăng trưởng kinh tế cao hơn, tỷ lệ thất nghiệp giảm, và tỷ lệ lạm phát không tệ hơn nhiều nếu so với lạm phát của Pháp.

Ngược lại với các nước công nghiệp phát triển, các nước thị trường mới nổi (bao gồm cả các nước đang chuyển đổi ở Đông Âu) có thể không phải mất nhiều đến vậy khi từ bỏ chính sách tiền tệ độc lập lúc định vị mục tiêu tỷ giá hối đoái. Bởi vì nhiều quốc gia thị trường mới nổi chưa phát triển các thể chế chính trị hoặc tiền tệ cần thiết để sử dụng thành công chính sách tiền tệ tùy nghi, họ có thể được ít nhưng mất rất nhiều với một chính sách tiền tệ độc lập. Do đó, trên thực tế, việc áp dụng chính sách tiền tệ của một quốc gia như Hoa Kỳ thông qua mục tiêu tỷ giá hối đoái sẽ tốt hơn cho họ nếu so với theo đuổi chính sách độc lập của mình. Đây là một trong những lý do rất nhiều quốc gia thị trường mới nổi đã áp dụng tỷ giá hối đoái mục tiêu.

Tuy nhiên, tỷ giá hối đoái mục tiêu rất nguy hiểm đối với các nước này vì so với các nước công nghiệp nó khiến họ dễ bị tấn công đầu cơ với hậu quả có thể sẽ nghiêm trọng hơn nhiều cho nền kinh tế. Các cuộc tấn công đầu cơ thành công vào Mexico năm 1994, Đông Á năm 1997 và Argentina năm 2002 đã đẩy nền kinh tế của họ vào các cuộc khủng hoảng tài chính quy mô lớn tàn phá các quốc gia này.

Một bất lợi nữa của tỷ giá hối đoái mục tiêu là nó có thể làm suy yếu trách nhiệm giải trình của các nhà hoạch định chính sách, đặc biệt là ở các nước thị trường mới nổi. Vì tỷ giá hối đoái mục tiêu cố định tỷ giá hối đoái, nó loại bỏ một tín hiệu quan trọng có thể giúp hạn chế chính sách tiền tệ trở nên quá mở rộng và do đó hạn chế vấn đề tiền hậu bất nhất. Ở các nước công nghiệp phát triển, đặc biệt là ở Hoa Kỳ, thị trường trái phiếu cung cấp một tín hiệu quan trọng về lập trường của chính sách tiền tệ. Chính sách tiền tệ mở rộng quá mức hoặc áp lực chính trị mạnh mẽ để thực hiện chính sách tiền tệ mở rộng quá mức tạo ra mối lo ngại lạm phát, trong đó kỳ vọng lạm phát tăng, lãi suất tăng (do hiệu ứng Fisher, được mô tả trong Chương 5) và giá trái phiếu dài hạn giảm mạnh. Bởi vì cả ngân hàng trung ương và các chính trị gia đều muốn tránh loại kịch bản này, sẽ ít khi gặp phải chính sách tiền tệ mở rộng quá mức hơn.

Ở nhiều quốc gia, đặc biệt là các nước thị trường mới nổi, thị trường trái phiếu dài hạn về cơ bản là không tồn tại. Tuy nhiên, theo chế độ tỷ giá hối đoái thả nổi, nếu chính sách tiền tệ quá mở rộng, tỷ giá hối đoái sẽ giảm. Ở những quốc gia này, những biến động hàng ngày của tỷ giá hối đoái, giống như thị trường trái phiếu ở Hoa Kỳ, có thể đưa ra tín hiệu cảnh báo sớm rằng chính sách tiền tệ đang quá mở rộng. Cũng giống như nỗi lo sợ

có thể nhìn thấy được về lạm phát trên thị trường trái phiếu hạn chế các ngân hàng trung ương theo đuổi chính sách tiền tệ mở rộng quá mức và hạn chế các chính trị gia gây áp lực lên ngân hàng trung ương để làm như vậy, lo sợ về việc giảm giá đồng tiền có thể hạn chế chính sách tiền tệ mở rộng quá mức và vấn đề tiền hậu bất nhất.

Nhu cầu đối với tín hiệu từ thị trường ngoại hối có thể còn rõ rệt hơn đối với các nước thị trường mới nổi vì bảng cân đối kế toán và hoạt động của các ngân hàng trung ương của họ không minh bạch như các nước công nghiệp phát triển. Tỷ giá hối đoái mục tiêu có thể khiến việc xác định chính sách của ngân hàng trung ương trở nên khó khăn hơn. Công chúng ít có khả năng theo dõi ngân hàng trung ương và các chính trị gia gây sức ép lên ngân hàng trung ương, điều này dễ khiến chính sách tiền tệ trở nên quá mở rộng.

Khi nào tỷ giá hối đoái mục tiêu đủ hấp dẫn với các nước công nghiệp hóa?

Với những nhược điểm ở trên của tỷ giá hối đoái mục tiêu, khi nào thì nó có thể hợp lý? Ở các nước công nghiệp phát triển, chi phí lớn nhất cho tỷ giá hối đoái mục tiêu là việc mất đi chính sách tiền tệ độc lập để đối phó với các vấn đề trong nước. Nếu chính sách tiền tệ độc lập trong nước có thể được thực hiện một cách có trách nhiệm, thì việc mất đi một chính sách như vậy có thể phải trả giá rất đắt, như so sánh giữa kinh nghiệm sau năm 1992 của Pháp và Vương quốc Anh cho thấy. Tuy nhiên, không phải tất cả các nước công nghiệp phát triển đều có khả năng thực hiện thành công các chính sách tiền tệ của mình, có thể do ngân hàng trung ương không độc lập hoặc do áp lực chính trị lên ngân hàng trung ương dẫn đến thiên vị lạm phát trong chính sách tiền tệ. Trong những trường hợp này, việc từ bỏ quyền kiểm soát độc lập đối với chính sách tiền tệ trong nước không hẳn đã là tổn thất lớn, trong khi lợi ích của việc có chính sách tiền tệ được xác định bởi một ngân hàng trung ương hoạt động tốt hơn ở nước neo có thể là rất đáng kể.

Ý là một ví dụ điển hình. Không phải ngẫu nhiên mà công chúng Ý có thái độ ủng hộ nhất trong tất cả các nước châu Âu đối với Liên minh Tiền tệ châu Âu. Thành tích trong quá khứ về chính sách tiền tệ của Ý là không tốt, và công chúng Ý thấy rằng một chính sách tiền tệ được những người bên ngoài có trách nhiệm hơn kiểm soát sẽ mang lại những lợi ích vượt xa chi phí của việc đất nước mất khả năng tập trung chính sách tiền tệ vào các vấn đề trong nước.

Lý do thứ hai khiến các nước công nghiệp phát triển có thể thấy tỷ giá hối đoái mục tiêu hữu ích là nó khuyến khích sự hội nhập của nền kinh tế trong nước với nền kinh tế của các nước láng giềng. Rõ ràng, đây là cơ sở lý luận cho việc neo tỷ giá hối đoái lâu dài với đồng mark của các quốc gia như Áo và Hà Lan và các cơ chế neo tỷ giá hối đoái trước khi Liên minh Tiền tệ châu Âu hình thành.

Tóm lại, tỷ giá hối đoái mục tiêu đối với các nước công nghiệp phát triển có lẽ không phải là chiến lược chính sách tiền tệ tốt nhất để kiểm soát nền kinh tế tổng thể trừ khi (1) các thể chế chính trị và tiền tệ trong nước không có lợi cho việc hoạch định chính sách tiền tệ tốt hoặc (2) mục tiêu tỷ giá hối đoái có lợi ích quan trọng khác không liên quan gì đến chính sách tiền tệ.

Khi nào tỷ giá hối đoái mục tiêu đủ hấp dẫn với các quốc gia thị trường mới nổi?

Ở các quốc gia có thể chế chính trị và tiền tệ yếu kém đi kèm với các đợt siêu lạm phát liên tục, là đặc điểm của nhiều quốc gia thị trường mới nổi (bao gồm cả các nền kinh tế chuyển đổi), tỷ giá hối đoái mục tiêu có thể là cách duy nhất để phá vỡ tâm lý lạm phát và ổn định nền kinh tế. Trong tình huống này, tỷ giá hối đoái mục tiêu là chính sách bình ổn cuối cùng. Tuy nhiên, nếu chế độ tỷ giá hối đoái mục tiêu ở các nước thị trường mới nổi không minh bạch, chúng sẽ dễ bị phá vỡ, và thường dẫn đến khủng hoảng tài chính thảm khốc.

Liệu có chiến lược tỷ giá hối đoái nào giúp hạn chế khả năng chế độ tỷ giá hối đoái bị phá vỡ ở một quốc gia thị trường mới nổi không? Có hai chiến lược, ủy ban quản lý tiền tệ và đô la hóa, đã nhận được sự chú ý ngày càng tăng trong những năm gần đây.

Ủy ban quản lý tiền tệ

Ủy ban quản lý tiền tệ là một thỏa thuận trong đó đồng nội tệ được đảm bảo 100% bằng ngoại tệ (ví dụ như đô la) và cơ quan phát hành tiền giấy, cho dù đó là ngân hàng trung ương hay chính phủ, thiết lập một tỷ giá hối đoái cố định đối với đồng ngoại tệ này và sẵn sàng đổi nội tệ lấy ngoại tệ theo tỷ giá này bất cứ khi nào công chúng yêu cầu. Ủy ban quản lý tiền tệ chỉ là một biến thể của mục tiêu tỷ giá hối đoái cố định có cam kết đặc biệt mạnh mẽ để giữ tỷ giá hối đoái cố định vì việc thực hiện chính sách tiền tệ, trên thực tế, được đưa vào chế độ lái tự động và hoàn toàn nằm ngoài tầm tay của ngân hàng trung ương và chính phủ. Ngược lại, chế độ tỷ giá hối đoái cố định hoặc neo thông thường cho phép các cơ quan quản lý tiền tệ có quyền quyết định trong việc điều hành chính sách tiền tệ vì họ vẫn có thể điều chỉnh lãi suất hoặc in tiền.

Do đó, một chế độ ủy ban quản lý tiền tệ có những lợi thế quan trọng so với chiến lược chính sách tiền tệ chỉ sử dụng tỷ giá hối đoái mục tiêu. Thứ nhất, cung tiền chỉ có thể mở rộng khi ngoại tệ được đổi lấy nội tệ tại ngân hàng trung ương. Do đó, lượng nội tệ tăng tương ứng với sự gia tăng tương đương của dự trữ ngoại hối. Ngân hàng trung ương không còn khả năng in tiền và do đó gây ra lạm phát. Thứ hai, việc thiết lập ủy ban quản lý tiền tệ đòi hỏi cam kết mạnh mẽ hơn của ngân hàng trung ương đối với tỷ giá hối đoái cố định và do đó có thể có hiệu quả trong việc giảm lạm phát nhanh chóng và giảm khả năng xảy ra một cuộc tấn công đầu cơ thành công vào đồng tiền.

Mặc dù các ủy ban quản lý tiền tệ giải quyết được các vấn đề về tính minh bạch và cam kết vốn có trong cơ chế mục tiêu tỷ giá hối đoái, nhưng họ cũng mắc phải cùng một số khuyết điểm: mất chính sách tiền tệ độc lập, tăng khả năng nền kinh tế phải chịu các cú sốc từ quốc gia neo về và ngân hàng trung ương mất khả năng tạo tiền cũng như năng lực người cho vay cuối cùng. Do đó, phải sử dụng cách khác để đối phó với các cuộc khủng hoảng ngân hàng tiềm ẩn. Ngoài ra, nếu một cuộc tấn công đầu cơ vào chế độ ủy ban quản lý tiền tệ xảy ra, việc đổi nội tệ lấy ngoại tệ dẫn đến cung tiền bị thu hẹp mạnh, có thể gây thiệt hại lớn cho nền kinh tế.

Ủy ban quản lý tiền tệ đã được thành lập trên lãnh thổ của Hồng Kông (1983) và ở các nước như Argentina (1991), Estonia (1992), Lithuania (1994), Bulgaria (1997) và Bosnia (1998). Ủy ban tiền tệ của Argentina, hoạt động từ năm 1991 đến năm 2002 và yêu cầu ngân hàng trung ương đổi đô la Mỹ lấy đồng peso mới với tỷ giá hối đoái cố định 1/1, là một trong những ủy ban thú vị nhất. Để biết thêm về chủ đề này, hãy xem hộp Toàn cầu "Ủy ban quản lý tiền tệ Argentina".

Toàn cầu **Ủy ban quản lý tiền tệ Argentina**

Argentina có một lịch sử bất ổn tiền tệ lâu dài, với tỷ lệ lạm phát biến động mạnh trong nhiều năm, có khi lên tới hơn 1.000% mỗi năm. Để chấm dứt chu kỳ lạm phát gia tăng này, Argentina đã quyết định thông qua một ủy ban quản lý tiền tệ vào tháng 4 năm 1991. Ủy ban quản lý tiền tệ Argentina hoạt động như sau. Theo luật chuyển đổi của Argentina, tỷ giá hối đoái peso/đô la được cố định ở mức 1:1 và công chúng có thể đến ngân hàng trung ương Argentina để đổi một peso lấy một đô la, hoặc ngược lại vào bất cứ lúc nào.

Những năm đầu của ủy ban quản lý tiền tệ Argentina có vẻ rất thành công. Lạm phát, ở mức 800% hàng năm vào năm 1990, đã giảm xuống dưới 5% vào cuối năm 1994, và tăng trưởng kinh tế nhanh chóng, trung bình gần 8% mỗi năm từ năm 1991 đến năm 1994. Tuy nhiên sau cuộc khủng hoảng của đồng peso Mexico, mối lo ngại về sức khỏe của nền kinh tế Argentina đã khiến công chúng rút tiền ra khỏi ngân hàng (tiền gửi giảm 18%) và đổi peso lấy đô la, do đó khiến cung tiền Argentina bị thu hẹp. Kết quả là hoạt động kinh tế của Argentina giảm mạnh, với GDP thực tế giảm hơn 5% vào năm 1995 và tỷ lệ thất nghiệp tăng trên 15%. Chỉ đến năm 1996, nền kinh tế mới bắt đầu phục hồi.

Bởi vì theo hệ thống ủy ban quản lý tiền tệ, ngân hàng trung ương Argentina không có quyền kiểm soát chính sách tiền tệ, nên ngân hàng này hầu như bất lực trong việc chống lại các tác động tiền tệ có tính thắt chặt bắt nguồn từ hành vi của công chúng. Hơn nữa, vì ủy ban quản lý tiền tệ không cho phép ngân hàng trung ương tạo ra đồng peso và cho các ngân hàng vay, nên nó gần như không có vai trò người cho vay cuối cùng. Với sự giúp đỡ của các cơ quan quốc tế như IMF, Ngân hàng Thế giới và Ngân hàng Phát triển Liên Mỹ, đã cho Argentina vay hơn 5 tỷ đô la vào năm 1995 để giúp củng cố hệ thống ngân hàng của mình, ủy ban quản lý tiền tệ đã tiếp tục tồn tại.

Tuy nhiên, vào năm 1998, Argentina bước vào một cuộc suy thoái khác, một cuộc suy thoái vừa nghiêm trọng vừa kéo dài. Đến cuối năm 2001, tỷ lệ thất nghiệp đã lên tới gần 20%, ở mức tương đương với tỷ lệ thất nghiệp ở Hoa Kỳ trong cuộc Đại Khủng hoảng những năm 1930. Kết quả là tình trạng bất ổn dân sự và sự sụp đổ của chính phủ được bầu, cũng như một cuộc khủng hoảng ngân hàng lớn và khoản nợ chính phủ gần 150 tỷ đô la bị vỡ nợ. Vì Ngân hàng Trung ương Argentina không kiểm soát được chính sách tiền tệ bằng hệ thống ủy ban quản lý tiền tệ, nên ngân hàng này không thể sử dụng chính sách tiền tệ để mở rộng nền kinh tế và đưa Argentina thoát khỏi suy thoái. Ngoài ra, do ủy ban quản lý tiền tệ hạn chế khả năng của ngân hàng trung ương trong việc tạo ra đồng peso và hoạt động như một người cho vay cuối cùng, nên ngân hàng trung ương đã không thể giúp các ngân hàng vượt qua cuộc khủng hoảng ngân hàng. Vào tháng 1 năm 2002, cơ chế ủy ban quản lý tiền tệ cuối cùng đã sụp đổ, đồng peso giảm giá hơn 70%, và lạm phát tăng vọt. Kết quả là một cuộc khủng hoảng tài chính toàn diện dẫn đến tình trạng suy thoái cực kỳ nghiêm trọng. Rõ ràng, công chúng Argentina không say đắm ủy ban quản lý tiền tệ của họ như trước nữa.*

*Cuộc khủng hoảng tài chính Argentina được mô tả chi tiết trong chương bổ sung, "Khủng hoảng tài chính trong các nền kinh tế thị trường mới nổi", có tại www.pearson.com/mylab/economics.

Đô la hóa

Một giải pháp khác cho vấn đề minh bạch và những nghi ngờ về cam kết đối với mục tiêu tỷ giá hối đoái là **đô la hóa**, việc nhận một đồng tiền mạnh, như đô la Mỹ, làm đồng tiền quốc gia. Đô la hóa thực ra chỉ là một biến thể khác của mục tiêu tỷ giá hối đoái cố định, nhưng với một cơ chế cam kết thậm chí còn mạnh hơn cơ chế của ủy ban quản lý tiền tệ. Một ủy ban quản lý tiền tệ có thể bị bãi bỏ, cho phép thay đổi giá trị của đồng tiền, nhưng việc thay đổi giá trị là không thể với đô la hóa: Một tờ đô la luôn có giá trị bằng một đô la, cho dù nó được giữ ở Hoa Kỳ hay nước ngoài.

Nhiều người ủng hộ đô la hóa như một chiến lược chính sách tiền tệ cho các nước thị trường mới nổi: Nó đã được các quan chức Argentina thảo luận tích cực sau khi đồng real Brazil giảm giá vào tháng 1 năm 1999 và được Ecuador sử dụng vào tháng 3 năm 2000. Ưu điểm chính của đô la hóa là nó hoàn toàn loại trừ khả năng xảy ra một cuộc tấn công đầu cơ vào đồng nội tệ (vì không có loại tiền này). (Một cuộc tấn công như vậy vẫn là một mối đe dọa khi áp dụng cơ chế ủy ban quản lý tiền tệ.)

Đô la hóa có những điểm yếu thông thường của mục tiêu tỷ giá hối đoái (mất chính sách tiền tệ độc lập, nền kinh tế tăng nguy cơ phải chịu các cú sốc từ quốc gia neo và ngân hàng trung ương không có khả năng tạo tiền và hoạt động như người cho vay cuối cùng). Đô la hóa có một điểm yếu khác mà ủy ban quản lý tiền tệ hoặc các chế độ mục tiêu tỷ giá hối đoái khác không có. Bởi vì một quốc gia áp dụng đô la hóa không còn tiền tệ của riêng mình, quốc gia đó sẽ mất doanh thu mà chính phủ nhận được bằng cách phát hành tiền, được gọi là **seignorage**. Bởi vì các chính phủ (hoặc ngân hàng trung ương của họ) không phải trả lãi cho đồng nội tệ của họ, họ kiếm được doanh thu phát hành tiền (seignorage) bằng cách sử dụng đồng tiền này để mua các tài sản có thu nhập như trái phiếu. Trong trường hợp của Cục Dự trữ Liên bang ở Hoa Kỳ, doanh thu này thường hơn 30 tỷ đô la mỗi năm. Nếu một quốc gia thị trường mới nổi thực hiện đô la hóa và từ bỏ đồng tiền của mình, thì quốc gia đó cần phải bù đắp khoản lỗ doanh thu này bằng cách nào đó, và điều này không phải lúc nào cũng dễ dàng đối với một quốc gia nghèo.

TÓM LƯỢC

1. Biện pháp can thiệp không trung hòa của ngân hàng trung ương bằng cách bán nội tệ để mua tài sản nước ngoài dẫn đến tăng dự trữ quốc tế, tăng cung tiền và đồng nội tệ giảm giá. Tuy nhiên, bằng chứng hiện có cho thấy rằng các biện pháp can thiệp của ngân hàng trung ương được trung hòa có ít ảnh hưởng lâu dài đến tỷ giá hối đoái.
2. Cán cân thanh toán là một hệ thống sổ sách kế toán được sử dụng để ghi lại tất cả các giao dịch giữa một quốc gia và nước ngoài. Số dư tài khoản vãng lai là tổng của cán cân thương mại, thu nhập đầu tư ròng và chuyển nhượng. Thâm hụt tài khoản vãng lai được tài trợ bởi cán cân tài khoản tài chính, và do đó, thâm hụt tài khoản vãng lai cho thấy một quốc gia đang trở nên mắc nợ nước ngoài nhiều hơn.
3. Trước Chiến tranh thế giới thứ nhất, bản vị vàng là cơ chế bản vị chủ yếu. Các đồng tiền có thể chuyển đổi thành vàng, cố định tỷ giá hối đoái giữa chúng. Sau Thế chiến II, hệ thống Bretton Woods và IMF đã được thành lập để thúc đẩy một hệ thống tỷ giá hối đoái cố định trong đó đồng đô la Mỹ, đồng tiền dự trữ, có thể chuyển đổi thành vàng. Hệ thống Bretton Woods sụp đổ vào năm 1971. Giờ đây chúng ta có một hệ thống tài chính quốc tế có các yếu tố của hệ thống thả nổi có điều tiết và hệ thống tỷ giá hối đoái cố định. Một số tỷ giá hối đoái biến động theo từng ngày, mặc dù các ngân hàng trung ương can thiệp vào thị trường ngoại hối, trong khi các tỷ giá hối đoái khác là cố định
4. Các biện pháp kiểm soát dòng vốn ra nhận được sự ủng hộ vì chúng có thể ngăn cản người dân trong nước và người nước ngoài rút vốn ra khỏi một quốc gia trong thời kỳ khủng hoảng và do đó ít có khả năng giảm giá hơn. Các biện pháp kiểm soát đối với dòng vốn vào có ý nghĩa theo lý thuyết rằng, nếu dòng vốn đầu cơ không thể chảy vào, thì nó cũng không thể chảy ra đột ngột. Do đó, một cuộc khủng hoảng được ngăn chặn. Tuy nhiên, các biện pháp kiểm soát vốn gặp phải một số nhược điểm: Chúng ít khi hiệu quả, chúng thường dẫn đến tham nhũng và chúng có thể khuyến khích các chính phủ tránh cải cách hệ thống tài chính của họ để đối phó với khủng hoảng.
5. Vai trò của IMF với tư cách là người cho vay quốc tế cuối cùng có thể giúp giảm bớt mức độ nghiêm trọng của các cuộc khủng hoảng tài chính. Tuy nhiên, vai trò là người cho vay quốc tế cuối cùng của IMF cũng tạo ra các vấn đề rủi ro đạo đức nghiêm trọng vì nó khuyến khích các chính phủ phung phí và cũng khuyến khích các định chế tài chính hấp thụ rủi ro quá mức, làm cho khủng hoảng tài chính dễ xảy ra hơn.
6. Có hai vấn đề quốc tế ảnh hưởng đến việc thực hiện chính sách tiền tệ: ảnh hưởng trực tiếp của thị trường

ngoại hối đến chính sách tiền tệ và vấn đề tỷ giá hối đoái. Mặc dù Hoa Kỳ là một quốc gia đồng tiền dự trữ trong thời kỳ sau Thế chiến thứ hai, chính sách tiền tệ của Hoa Kỳ ít bị ảnh hưởng hơn so với các quốc gia khác bởi sự phát triển của thị trường ngoại hối. Tuy nhiên, trong những năm gần đây, vấn đề về tỷ giá hối đoái đã đóng một vai trò ảnh hưởng đến chính sách tiền tệ của Hoa Kỳ nổi bật hơn.

7. Chiến lược chính sách tiền tệ định vị tỷ giá hối đoái mục tiêu có những ưu điểm sau đây: (1) Nó trực tiếp giữ cho lạm phát được kiểm soát bằng cách ràng buộc tỷ lệ lạm phát của hàng hóa giao dịch quốc tế với lạm phát ở quốc gia neo mà quốc gia này đang neo vào; (2) nó cung cấp một quy tắc tự động cho việc thực hiện chính sách tiền tệ giúp giảm thiểu vấn đề tiền hậu bất nhất; và (3) nó đơn giản và rõ ràng. Tỷ giá hối đoái mục tiêu cũng có một số nhược điểm nghiêm trọng: (1) Nó làm mất chính sách tiền tệ độc lập ở quốc gia bám neo; (2) nó mở cửa cho các cuộc tấn công đầu cơ vào quốc gia bám neo; và (3) nó có thể làm suy yếu trách nhiệm giải trình của các nhà hoạch định chính sách vì tín hiệu tỷ giá hối đoái bị mất. Hai chiến lược làm cho việc tỷ giá hối đoái mục tiêu ít bị phá vỡ hơn là ủy ban quản lý tiền tệ, trong đó ngân hàng trung ương sẵn sàng tự động đổi nội tệ lấy ngoại tệ theo tỷ giá cố định và đô la hóa, trong đó một đồng tiền mạnh như đô la Mỹ được sử dụng như đồng tiền của quốc gia.

THUẬT NGỮ QUAN TRỌNG

CÂU HỎI

Tất cả các câu hỏi đều có trong **MyLab Economics** *tại* www.pearson.com/mylab/economics.

1. Nếu Cục Dự trữ Liên bang bán đô la trên thị trường ngoại hối nhưng thực hiện nghiệp vụ thị trường mở bù trừ để trung hòa biện pháp can thiệp, thì ảnh hưởng đến dự trữ quốc tế, cung tiền và tỷ giá hối đoái sẽ như thế nào?
2. Nếu Cục Dự trữ Liên bang mua đô la trên thị trường ngoại hối nhưng không thực hiện biện pháp can thiệp trung hòa, tác động đến dự trữ quốc tế, cung tiền và tỷ giá hối đoái sẽ như thế nào?
3. Đối với mỗi hoạt động sau đây, hãy xác định xem chúng làm tăng hay giảm số dư tài khoản vãng lai:

   a. Một công dân Mỹ mua vé máy bay từ Air France

   b. Một công dân Nhật Bản mua cam California

   c. 50 triệu đô la viện trợ nước ngoài cho Honduras

   d. Một công nhân ở California gửi tiền cho bố mẹ ở Mexico

   e. Các dịch vụ mà một công ty kế toán Mỹ cung cấp cho một công ty Đức

4. Giả sử rằng bạn đi du lịch đến Cali (Colombia), nơi tỷ giá hối đoái là 1 đô la đổi 2.900 peso Colombia. Khi bước vào một nhà hàng McDonald, bạn nhận ra rằng mình cần 17.400 peso Colombia để mua một chiếc Big Mac. Giả sử một chiếc Big Mac được bán với giá 5 đô la ở Hoa Kỳ, bạn sẽ nói rằng đồng peso của Colombia được định giá quá cao hay thấp hơn tính theo PPP?
5. Tham khảo bài tập trước. Ngân hàng trung ương Colombia phải tiến hành loại can thiệp thị trường nước ngoài nào để giữ cho tỷ giá hối đoái ở mức mà đồng tiền không bị định giá thấp hoặc quá cao theo PPP?
6. Tác động của việc hạ giá đối với xuất nhập khẩu của một quốc gia là gì? Nếu một quốc gia nhập khẩu hầu hết các hàng hóa có trong giỏ hàng hóa và dịch vụ được sử dụng để tính chỉ số CPI, bạn nghĩ tác động của tỷ lệ lạm phát của quốc gia này sẽ như thế nào?
7. Theo chế độ bản vị vàng, nếu năng suất ở Anh trở nên cao hơn so với Hoa Kỳ, điều gì sẽ xảy ra đối với cung tiền ở hai nước? Tại sao những thay đổi trong cung tiền sẽ giúp duy trì một tỷ giá hối đoái cố định giữa Hoa Kỳ và Anh?
8. Tỷ giá hối đoái giữa đô la và franc Thụy Sĩ là bao nhiêu nếu một đô la có thể chuyển đổi thành 1/20 ounce vàng, và một franc Thụy Sĩ có thể chuyển đổi thành 1/40 ounce vàng?
9. "Không thể có lạm phát theo bản vị vàng." Tuyên bố này đúng, sai hay không chắc chắn? Giải thích câu trả lời của bạn.
10. Một số nhược điểm của việc neo đồng nhân dân tệ của Trung Quốc với đồng đô la là gì?
11. Nếu tỷ giá hối đoái theo mệnh giá của một quốc gia bị định giá thấp trong chế độ tỷ giá hối đoái cố định Bretton Woods, thì loại can thiệp nào mà ngân hàng trung ương của quốc gia đó buộc phải thực hiện, và biện pháp can thiệp đó sẽ có ảnh hưởng gì đến dự trữ quốc tế và cung ứng tiền của quốc gia đó?
12. Tại sao một quốc gia đang bị suy thoái có thể không muốn can thiệp vào thị trường ngoại hối nếu đồng tiền của họ bị định giá quá cao? Giả sử quốc gia này tham gia vào chế độ tỷ giá hối đoái cố định.
13. "Nếu một quốc gia muốn giữ cho tỷ giá hối đoái của mình không thay đổi, thì quốc gia đó phải từ bỏ một số quyền kiểm soát đối với chính sách tiền tệ của mình". Tuyên bố này đúng, sai hay không chắc chắn? Giải thích câu trả lời của bạn.
14. Tại sao trong một hệ thống tỷ giá hối đoái thuần túy, linh hoạt, thị trường ngoại hối không ảnh hưởng trực tiếp đến lượng tiền cung ứng? Điều này có nghĩa là thị trường ngoại hối không có ảnh hưởng đến chính sách tiền tệ?
15. Tại sao tỷ giá hối đoái cố định lại dẫn đến khó khăn cho các nước trong ERM sau khi nước Đức thống nhất?
16. Làm thế nào các mục tiêu tỷ giá hối đoái có thể dẫn đến một cuộc tấn công đầu cơ vào một đồng tiền?
17. IMF không có uy tín lớn ở nhiều quốc gia từng là nước nhận các khoản vay hoặc gói cứu trợ của IMF. Giải thích lý do tại sao nhiều công dân không hài lòng với vai trò của IMF.
18. Làm thế nào để thị trường trái phiếu dài hạn có thể giúp giảm thiểu vấn đề tiền hậu bất nhất đối với chính sách tiền tệ? Thị trường ngoại hối cũng có thể thực hiện vai trò này?
19. Ưu điểm chính của việc xác định mục tiêu tỷ giá hối đoái như một chiến lược chính sách tiền tệ là gì?
20. Khi nào thì tỷ giá hối đoái mục tiêu có thể là một chiến lược hợp lý cho các nước công nghiệp phát triển? Khi nào thì tỷ giá hối đoái mục tiêu có thể là một chiến lược hợp lý cho các nước thị trường mới nổi?
21. Ưu điểm và nhược điểm của ủy ban quản lý tiền tệ và đô la hóa so với chính sách tiền tệ chỉ sử dụng mục tiêu tỷ giá hối đoái là gì?

BÀI TẬP ÁP DỤNG

Tất cả các bài toán áp dụng đều có trong **MyLab Economics** *tại* www.pearson.com/mylab/economics.

22. Tính toán mức định giá cao của đồng baht Thái (THB) nếu bạn có thể nhận được 34,6 THB mỗi đô la tại quầy thu đổi, nhưng thực đơn bữa trưa có giá 25 đô la ở Boston được bán với giá 948,25 THB ở Bangkok.
23. Giả sử Cục Dự trữ Liên bang mua tài sản nước ngoài trị giá 1.000.000 đô la.

a. Nếu Cục Dự trữ Liên bang mua tài sản nước ngoài bằng 1.000.000 đô la tiền giấy, cho thấy tác dụng của hoạt động thị trường mở này, sử dụng tài khoản T. Điều gì xảy ra với cơ sở tiền tệ?

b. Nếu Cục Dự trữ Liên bang mua tài sản nước ngoài bằng cách bán 1.000.000 đô la bằng T-bill, cho thấy tác dụng của hoạt động thị trường mở này, sử dụng tài khoản T. Điều gì xảy ra với cơ sở tiền tệ?

24. Giả sử ngân hàng trung ương Mexico chọn neo đồng peso với đô la Mỹ và cam kết tỷ giá hối đoái peso/đô la cố định. Sử dụng biểu đồ thị trường tài sản đồng peso (ngoại hối) để chỉ ra và giải thích cách duy trì tỷ giá neo nếu một cú sốc trong nền kinh tế Mỹ buộc Fed phải theo đuổi chính sách tiền tệ thu hẹp. Điều này nói lên điều gì về khả năng của các ngân hàng trung ương trong việc giải quyết các vấn đề kinh tế trong nước trong khi duy trì tỷ giá hối đoái cố định?

BÀI TẬP PHÂN TÍCH DỮ LIỆU

Các bài tập được cập nhật bằng dữ liệu thời gian thực trong MyLab Economics và có thể dùng để thực hành hoặc để làm bài tập lớn.

1. Truy cập cơ sở dữ liệu FRED của Cục Dự trữ Liên bang St. Louis và tìm dữ liệu về xuất khẩu ròng (NETEXP), chuyển khoản (A123RC1Q027SBEA) và số dư tài khoản vãng lai (NETFI).
   a. Tính thu nhập đầu tư ròng cho quý gần đây nhất có sẵn và cho cùng quý một năm trước đó.
   b. Tính phần trăm thay đổi trong số dư tài khoản vãng lai so với cùng quý một năm trước đó. Khoản mục nào trong ba khoản mục tạo nên số dư tài khoản vãng lai có ảnh hưởng lớn nhất theo tỷ lệ phần trăm đến sự thay đổi của tài khoản vãng lai? Cái nào có ảnh hưởng nhỏ nhất?
2. Truy cập cơ sở dữ liệu FRED của Cục Dự trữ Liên bang St. Louis và tìm dữ liệu về tỷ giá hối đoái hàng tháng của đô la Mỹ với đồng nhân dân tệ của Trung Quốc (EXCHUS), đô la Canada (EXCAUS) và won của Hàn Quốc (EXKOUS). Tải dữ liệu xuống bảng tính.
   a. Đối với dữ liệu có sẵn trong khoảng thời gian 5 năm gần đây nhất, hãy sử dụng các hàm average, max, min và stdev trong Excel để tính giá trị tỷ giá hối đoái trung bình, cao nhất và thấp nhất, cũng như độ lệch chuẩn của tỷ giá hối đoái đối với đô la (đây là một thước đo tuyệt đối về sự biến động của tỷ giá hối đoái).
   b. Sử dụng các giá trị tối đa và tối thiểu của mỗi tỷ giá hối đoái trong năm năm qua, tính tỷ lệ giữa chênh lệch giữa giá trị lớn nhất và giá trị nhỏ nhất với mức trung bình của tỷ giá hối đoái (được biểu thị bằng phần trăm nhân với 100). Giá trị này cho biết tỷ giá hối đoái di chuyển chặt chẽ như thế nào. Dựa trên những dự đoán của bạn, quốc gia nào trong ba quốc gia có nhiều khả năng nhất cố định đồng tiền của nó với đô la Mỹ? Đồng tiền của quốc gia này so sánh thế nào với hai quốc gia kia?
   c. Tính tỷ lệ giữa độ lệch chuẩn với tỷ giá hối đoái trung bình trong 5 năm qua (được biểu thị bằng phần trăm nhân với 100). Giá trị này cho biết tỷ giá hối đoái biến động như thế nào. Dựa trên kết quả của bạn, loại tiền nào trong số ba loại tiền có nhiều khả năng được chốt với đô la Mỹ nhất? Làm thế nào để so sánh đồng tiền này với hai đồng tiền kia?

BÀI TẬP WEB

1. Quỹ Tiền tệ Quốc tế sẵn sàng trợ giúp các quốc gia đang đối mặt với khủng hoảng tiền tệ. Truy cập http://www.imf.org. Nhấp vào tab có nhãn "About the IMF.". Mục đích đã nêu của IMF là gì? Có bao nhiêu quốc gia tham gia, và nó được thành lập khi nào?

2. Fed New York thực hiện các biện pháp can thiệp ngoại hối đối với hệ thống Dự trữ Liên bang. Truy cập https://www.newyorkfed.org/markets/quar_reports.html để xem tóm tắt hàng quý về các biện pháp can thiệp ngoại hối của Fed. Lần cuối cùng Fed can thiệp vào thị trường ngoại hối là khi nào? Mức độ can thiệp lớn như thế nào?

TRANG WEB THAM KHẢO

http://research.stlouisfed.org/fred2

Trang web này chứa tỷ giá hối đoái, dữ liệu cán cân thanh toán và dữ liệu thương mại.

http://www.imf.org/

Tìm thông tin về cấu trúc và hoạt động của Quỹ Tiền tệ Quốc tế.

PHẦN 1

Lý thuyết Tiền tệ

Khủng hoảng và Ứng phó: Cơn bão hoàn hảo* năm 2007-2009

Năm 2007 và 2008, nền kinh tế Hoa Kỳ đã phải hứng chịu một cơn bão hoàn hảo với những cú sốc ghê gớm. Vào cuối năm 2007, giá dầu đã tăng từ 60 đô la/ thùng vào đầu năm lên 100 đô la, đạt mức cao nhất trên 140 đô la / thùng vào tháng 7 năm 2008. Cú sốc giá dầu vừa có tính chất điều chỉnh vừa gây lạm phát, và kết quả là dẫn đến cả lạm phát cao hơn và tỷ lệ thất nghiệp cao hơn - chưa kể nhiều tài xế không hài lòng tại các trạm bơm xăng.

Nếu cú sốc nguồn cung này không đủ tồi tệ, thì cuộc khủng hoảng tài chính toàn cầu đã tấn công nền kinh tế bắt đầu từ tháng 8 năm 2007 và gây ra sự suy giảm chi tiêu của cả hộ gia đình và doanh nghiệp. Cú sốc này khiến tỷ lệ thất nghiệp tiếp tục gia tăng, với sự suy yếu của áp lực lạm phát tiếp tục giảm xuống.

Kết quả của cơn bão hoàn hảo với những cú sốc bất lợi này là sự suy thoái kinh tế nghiêm trọng nhất kể từ cuộc Đại suy thoái, với tỷ lệ thất nghiệp tăng từ mức 4,6% trong năm 2006 và 2007 lên đến

Mức 10% vào cuối năm 2009. Lạm phát cũng tăng nhanh từ 2,5% năm 2006 lên hơn 5% vào giữa năm 2008, nhưng với sự gia tăng tỷ lệ thất nghiệp và sự sụt giảm của giá dầu và các hàng hóa khác vào mùa thu năm 2008, lạm phát nhanh chóng quay trở lại.

Mặc dù chính sách tiền tệ tích cực của Fed đã cố gắng giải quyết các lực tác động trong nền kinh tế, các nhà lập pháp vẫn muốn có thêm hành động. Vào tháng 2 năm 2008 và sau đó một lần nữa vào tháng 2 năm 2009, Quốc hội Mỹ đã thông qua các gói kích thích kinh tế, đầu tiên là 150 tỷ đô la và sau đó là 787 tỷ đô la. Tuy nhiên, mặc dù cả hai gói kích cầu đều giúp tăng GDP, nhưng chúng vẫn bị choáng ngợp bởi cuộc khủng hoảng tài chính tiếp tục tồi tệ và nền kinh tế đi vào bế tắc.

Tác động của cơn bão hoàn hảo gồm các cú sốc bất lợi cho thấy sự cần thiết phải hiểu rõ cách thức tiền tệ và các chính sách khác của chính phủ ảnh hưởng đến lạm phát và hoạt động kinh tế. Chương 19 thảo luận về cách lý thuyết lượng tiền giải thích lạm phát trong dài hạn và lý thuyết về cầu tiền đã phát triển như thế nào. Phân tích tổng hợp cung và cầu, khuôn khổ cơ bản cho phép chúng ta nghiên cứu tác động của chính sách tiền tệ đối với sản lượng và lạm phát, sau đó được phát triển trong Chương 20–23. Trong Chương 24, chúng ta mở rộng phân tích tổng cung và cầu để hiểu chính sách tiền tệ có thể được sử dụng như thế nào để ổn định nền kinh tế và lạm phát. Chương 25 trình bày các cơ chế truyền dẫn mà qua đó chính sách tiền tệ ảnh hưởng đến tổng thể nền kinh tế.

* Cơn bão hoàn hảo (*perfect storm*) chỉ một tình huống tồi tệ tới mức cực kỳ tồi tệ do sự kết hợp của những thứ tồi tệ theo một cách hoàn hảo nhất.

19 Lý thuyết Lượng tiền, Lạm phát và Cầu tiền

Mục tiêu học tập

- Đánh giá mối quan hệ giữa tăng trưởng tiền và lạm phát trong ngắn hạn và dài hạn, theo hàm ý của lý thuyết lượng tiền.
- Xác định các trường hợp thâm hụt ngân sách có thể dẫn đến chính sách tiền tệ lạm phát.
- Tóm tắt ba động cơ của lý thuyết cầu tiền ưa thích thanh khoản.
- Xác định các thành tố cơ bản của lý thuyết cầu tiền lựa chọn danh mục đầu tư.
- Đánh giá và giải thích bằng chứng thực tiễn về tính hợp lý của các lý thuyết về cầu tiền: ưa thích thanh khoản và danh mục đầu tư.

Giới thiệu

Trong những chương trước, bạn đã dành rất nhiều thời gian và công sức để hiểu cung tiền là gì, làm thế nào để xác định cung tiền, và hệ thống dự trữ liên bang đóng vai trò gì trong đó. Bây giờ chúng ta đã sẵn sàng khám phá vai trò của cung tiền và chính sách tiền tệ khi xác định lạm phát và tổng sản xuất hàng hóa và dịch vụ (tổng sản lượng) trong nền kinh tế. Việc nghiên cứu tác động của tiền và chính sách tiền tệ đối với nền kinh tế được gọi là **lý thuyết tiền tệ**, và chúng ta xem xét nhánh kinh tế học này trong các chương của Phần 6.

Khi các nhà kinh tế đề cập đến khái niệm *cung*, từ *cầu* chắc chắn sẽ theo sau, và cuộc thảo luận về tiền cũng không là ngoại lệ. Hiểu biết về cung tiền là một nền tảng cơ bản để hiểu chính sách tiền tệ ảnh hưởng đến nền kinh tế như thế nào, bởi vì hiểu biết về cung tiền cho biết các yếu tố ảnh hưởng đến lượng tiền trong nền kinh tế. Hiển nhiên là, một phần thiết yếu khác của lý thuyết tiền tệ sẽ là cầu tiền.

Sau khi thảo luận lý thuyết lượng tiền và mối liên hệ của nó với cầu tiền, chúng ta đi sâu hơn vào các yếu tố quyết định cầu tiền. Một câu hỏi trọng tâm trong lý thuyết tiền tệ là liệu lượng cầu tiền có bị ảnh hưởng bởi những thay đổi của lãi suất hay không hoặc ở mức độ nào. Vì vấn đề này rất quan trọng đối với cách chúng ta nhìn nhận tác động của tiền đối với hoạt động kinh tế tổng thể, nên chúng ta sẽ tập trung vào vai trò của lãi suất đối với cầu tiền.

LÝ THUYẾT LƯỢNG TIỀN

Được phát triển bởi các nhà kinh tế cổ điển vào thế kỷ 19 và đầu thế kỷ 20, lý thuyết lượng tiền giải thích cách xác định giá trị danh nghĩa của tổng thu nhập. Lý thuyết này cũng cho chúng ta biết có bao nhiêu tiền được giữ ứng với một lượng tổng thu nhập nhất định, được gọi là lý thuyết về cầu tiền. Đặc điểm quan trọng nhất của lý thuyết này là việc cho rằng lãi suất không ảnh hưởng đến cầu tiền.

Vận tốc của tiền và Phương trình trao đổi

Cách tiếp cận lý thuyết lượng tiền cổ điển được mô tả rõ ràng nhất trong công trình của nhà kinh tế người Mỹ Irving Fisher, trong cuốn sách có ảnh hưởng lớn, *Sức mua của tiền*, xuất bản năm 1911. Fisher muốn tìm mối liên hệ giữa tổng lượng tiền M (cung tiền) và

tổng số tiền chi tiêu cho hàng hóa và dịch vụ cuối cùng được sản xuất trong nền kinh tế $P \times Y$, trong đó P là mức giá và Y là tổng sản lượng (thu nhập). (Tổng chi tiêu $P \times Y$ cũng được coi là tổng thu nhập danh nghĩa của nền kinh tế hoặc GDP danh nghĩa.) Khái niệm kết nối M và $P \times Y$ được gọi là **vận tốc của tiền** (thường được gọi tắt là *vận tốc*), là trung bình số lần mỗi năm (vòng quay) mà một đô la được chi để mua tổng lượng hàng hóa và dịch vụ được sản xuất trong nền kinh tế. Vận tốc V được định nghĩa chính xác hơn là tổng chi tiêu $P \times Y$ chia cho lượng tiền M:

$$V = \frac{P \times Y}{M} \tag{1}$$

Ví dụ, nếu GDP danh nghĩa ($P \times Y$) trong một năm là 10 nghìn tỷ đô la và lượng tiền (M) là 2 nghìn tỷ đô la, chúng ta sẽ có vận tốc:

$$V = \frac{10}{2} = 5$$

Giá trị vận tốc bằng 5 nghĩa là đồng đô la trung bình được chi tiêu năm lần để mua hàng hóa và dịch vụ cuối cùng trong nền kinh tế.

Bằng cách nhân cả hai vế của phương trình 1 với M, chúng ta thu được **phương trình trao đổi**, thể hiện liên hệ giữa thu nhập danh nghĩa với lượng tiền và vận tốc:

$$M \times V = P \times Y \tag{2}$$

Do đó, phương trình trao đổi nói rằng lượng tiền nhân với số lần lượng tiền này được chi tiêu trong một năm phải bằng thu nhập danh nghĩa (tổng số tiền danh nghĩa chi cho hàng hóa và dịch vụ trong năm đó).[1]

Về bản chất, Phương trình 2 không hơn gì một đẳng thức—một mối quan hệ đúng theo định nghĩa. Nó không cho ta biết chẳng hạn khi cung tiền M thay đổi, thu nhập danh nghĩa ($P \times Y$) có thay đổi cùng hướng hay không. Ví dụ, sự gia tăng M có thể bị trung hòa bởi sự giảm xuống của V, khiến $M \times \overline{V}$ (và $P \times Y$) không đổi. Để chuyển phương trình trao đổi (*đẳng thức*) thành một *lý thuyết* về cách xác định thu nhập danh nghĩa, trước tiên chúng ta phải hiểu các yếu tố quyết định vận tốc.

Các yếu tố quyết định vận tốc Irving Fisher cho rằng vận tốc được xác định bởi các thể chế trong nền kinh tế ảnh hưởng đến cách thức thực hiện giao dịch của các cá nhân. Nếu mọi người sử dụng tài khoản bán chịu và thẻ tín dụng để thực hiện các giao dịch của họ, như họ thường làm ngày nay và do đó ít sử dụng tiền hơn khi mua hàng, thì số tiền cần thiết để thực hiện các giao dịch do thu nhập danh nghĩa tạo ra sẽ ít hơn (M giảm tương đối so với $P \times Y$), và do đó vận tốc $(P \times Y)/M$ tăng. Ngược lại, nếu việc thanh toán mua hàng bằng tiền mặt, séc hoặc thẻ ghi nợ (tất cả đều là tiền) là thuận tiện hơn, thì sẽ có nhiều tiền

[1]Fisher thực sự lần đầu tiên xây dựng phương trình trao đổi theo giá trị danh nghĩa của các giao dịch trong nền kinh tế PT:

$$MV_T = PT$$

trong đó P = giá trung bình cho mỗi giao dịch

T = số lượng giao dịch được thực hiện trong một năm

$V = PT/M$ = tốc độ giao dịch của tiền

Vì giá trị danh nghĩa của các giao dịch T khó đo lường, lý thuyết lượng tiền đã được xây dựng theo tổng sản lượng Y như sau: T được giả định là tỷ lệ thuận với Y sao cho $T = vY$ trong đó v là hằng số tỷ lệ thuận. Thay vY cho T trong phương trình trao đổi của Fisher thu được $MV_T = vPY$ có thể được viết dưới dạng Công thức 2 trong sách, trong đó $V = V_T/v$.

hơn được sử dụng để thực hiện các giao dịch được tạo ra bởi cùng một mức thu nhập danh nghĩa, và do đó tốc độ giảm. Fisher cho rằng các đặc điểm thể chế và công nghệ của nền kinh tế sẽ chỉ ảnh hưởng đến vận tốc chậm rãi theo thời gian, vì vậy vận tốc thường sẽ cố định một cách hợp lý trong ngắn hạn.

Cầu tiền Lý thuyết lượng tiền của Fisher cũng có thể được hiểu theo nghĩa **cầu tiền**, là lượng tiền mà mọi người muốn nắm giữ.

Bởi vì lý thuyết lượng tiền cho chúng ta biết có bao nhiêu tiền được giữ cho một lượng chi tiêu danh nghĩa nhất định, trên thực tế, nó là một lý thuyết về cầu tiền. Để minh họa, trước tiên hãy chia cả hai vế của phương trình trao đổi (Phương trình 2) cho V để thu được kết quả sau:

$$M = \frac{1}{V} \times PY$$

Khi thị trường tiền tệ ở trạng thái cân bằng, cung tiền bằng cầu tiền, vì vậy chúng ta có thể thay M trong phương trình bằng M^d. Ngoài ra, vì vận tốc được cho là không đổi trong lý thuyết lượng tiền, chúng ta có thể thay $1/V$ bằng hằng số k. Thay k cho $1/V$ và M^d cho M, chúng ta có thể viết lại phương trình dưới dạng

$$M^d = k \times PY \tag{3}$$

Phương trình 3 cho chúng ta biết rằng vì k không đổi, lượng giao dịch được tạo ra bởi một mức thu nhập danh nghĩa cố định PY xác định lượng tiền M^d mà mọi người sẽ cần. Do đó, lý thuyết của Fisher cho rằng cầu tiền hoàn toàn là một hàm của thu nhập, và lãi suất không ảnh hưởng đến cầu tiền.[2]

Từ phương trình trao đổi đến lý thuyết lượng tiền

Quan điểm của Fisher rằng vận tốc tương đối cố định trong ngắn hạn, do đó $V = \overline{V}$ biến phương trình trao đổi thành **lý thuyết lượng tiền**, nói rằng thu nhập danh nghĩa (chi tiêu) chỉ được xác định bởi sự chuyển động của lượng tiền M.

$$P \times Y = M \times \overline{V} \tag{4}$$

Phương trình lý thuyết lượng tiền ở trên chỉ ra rằng khi lượng tiền M tăng gấp đôi, $M \times \overline{V}$ tăng gấp đôi, và $P \times Y$, giá trị của thu nhập danh nghĩa cũng vậy. Để minh họa, giả sử rằng vận tốc là 5, thu nhập danh nghĩa (GDP) ban đầu là 10 nghìn tỷ đô la và cung tiền là 2 nghìn tỷ đô la. Nếu cung tiền tăng gấp đôi lên 4 nghìn tỷ đô la, lý thuyết lượng tiền cho rằng thu nhập danh nghĩa sẽ tăng gấp đôi lên 20 nghìn tỷ đô la (= 5 x 4 nghìn tỷ đô la).

[2]Trong khi Fisher đang phát triển cách tiếp cận lý thuyết lượng tiền của mình đối với cầu tiền, một nhóm các nhà kinh tế học cổ điển ở Cambridge, Anh, dẫn đầu bởi Alfred Marshall và AC Pigou, đã đưa ra kết luận tương tự, mặc dù thông qua lý luận hơi khác nhau. Họ suy ra Phương trình 3 bằng cách thừa nhận rằng hai thuộc tính của tiền thúc đẩy mọi người nắm giữ nó: tiện ích của nó như một phương tiện trao đổi và giá trị của nó như một kho chứa của cải.

Lý thuyết lượng tiền và mức giá

Vì các nhà kinh tế cổ điển (bao gồm cả Fisher) cho rằng tiền lương và giá cả tuyệt đối linh hoạt, họ tin rằng mức tổng sản lượng Y được sản xuất trong nền kinh tế trong thời gian bình thường sẽ duy trì ở mức toàn dụng. Do đó, Y trong phương trình trao đổi có thể được coi hợp lý là không đổi trong ngắn hạn và do đó có thể được gán một giá trị cố định $\overline{Y}$ trong Phương trình 4. Chia cả hai vế của Phương trình 4 cho $\overline{Y}$, chúng ta có thể viết mức giá như sau:

$$P = \frac{M \times \overline{V}}{\overline{Y}} \tag{5}$$

Lý thuyết lượng tiền được biểu diễn bởi phương trình 5 ngụ ý rằng nếu *M* tăng gấp đôi thì P cũng phải tăng gấp đôi trong thời gian ngắn, vì *V* và *Y* không đổi. Trong ví dụ của chúng ta, nếu tổng sản lượng là 10 nghìn tỷ đô la, vận tốc là 5 và cung tiền là 2 nghìn tỷ đô la, thì mức giá bằng 1,0.

$$P = \frac{2 \times 5}{10} = \frac{10}{10} = 1$$

Khi cung tiền tăng gấp đôi lên 4 nghìn tỷ đô la, mức giá cũng phải tăng gấp đôi, lên 2,0, bởi vì

$$P = \frac{4 \times 5}{10} = \frac{20}{10} = 2$$

Các nhà kinh tế cổ điển dựa vào lý thuyết lượng tiền để giải thích các chuyển động của mức giá. Theo quan điểm của họ, ***những thay đổi về lượng tiền dẫn đến những thay đổi tỷ lệ thuận trong mức giá.***

Lý thuyết lượng tiền và lạm phát

Bây giờ chúng ta chuyển lý thuyết lượng tiền thành lý thuyết về lạm phát. Trong môn toán trung học ta biết rằng phần trăm thay đổi (%Δ) của một tích của hai biến số xấp xỉ bằng tổng phần trăm thay đổi của các biến riêng lẻ. Nói cách khác,

phần trăm thay đổi của ($x \times y$) = (phần trăm thay đổi của x)
+ (phần trăm thay đổi của y)

Sử dụng biến đổi toán học này, chúng ta có thể viết lại phương trình trao đổi thành như sau:

$$\%\Delta M + \%\Delta V = \%\Delta P + \%\Delta Y$$

Trừ $\%\Delta Y$ cho cả hai vế của phương trình trước và coi tỷ lệ lạm phát π bằng tốc độ tăng của mức giá $\%\Delta P$, chúng ta có thể viết:

$$\pi = \%\Delta P = \%\Delta M + \%\Delta V - \%\Delta Y$$

Vì chúng ta giả định vận tốc là không đổi, tốc độ tăng trưởng của nó bằng 0, và do đó lý thuyết lượng tiền cũng là lý thuyết lạm phát:

$$\pi = \%\Delta M - \%\Delta Y \tag{6}$$

Vì tỷ lệ phần trăm thay đổi của một biến ở một tỷ lệ hàng năm bằng với tốc độ tăng của biến đó, nên công thức 6 có thể được phát biểu như sau: ***Lý thuyết lượng tiền trong lạm phát chỉ ra rằng tỷ lệ lạm phát bằng tốc độ tăng của cung tiền trừ đi tốc độ tăng của tổng sản lượng.*** Ví dụ, nếu tổng sản lượng đang tăng ở mức 3% mỗi năm và tốc độ tăng của tiền là 5%, thì lạm phát là 2% (= 5% - 3%). Nếu Cục Dự trữ Liên bang tăng tốc độ tăng tiền lên 10%, thì lý thuyết lượng tiền lạm phát được đưa ra bởi Phương trình 6 chỉ ra rằng tỷ lệ lạm phát sẽ tăng lên 7% (= 10% - 3%).

ỨNG DỤNG Kiểm định lý thuyết lượng tiền

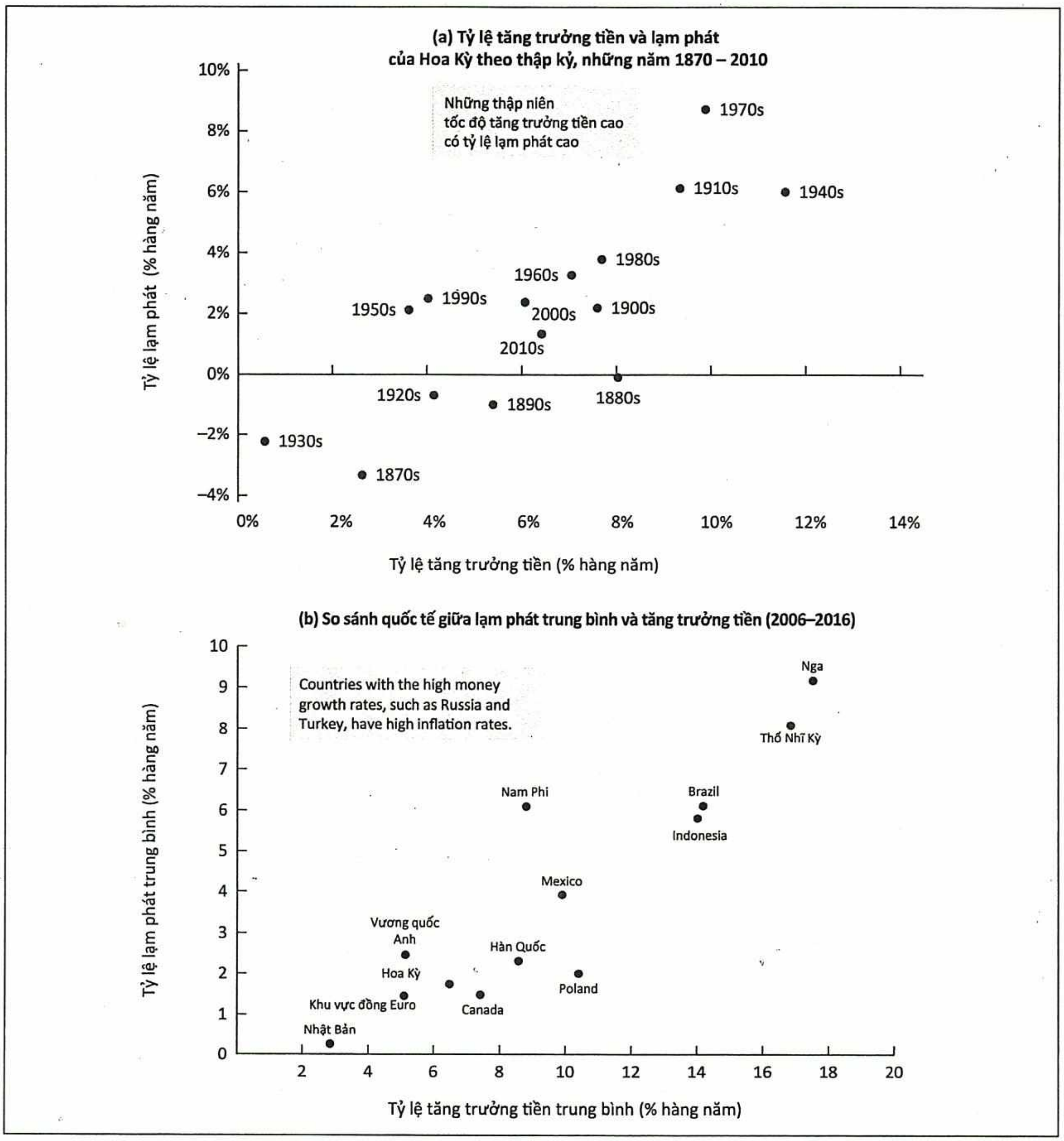
Sau khi lý thuyết lượng tiền đã được phác thảo đầy đủ, hãy thử nghiệm với dữ liệu thực tế trong thời gian dài và ngắn hạn.

Lý thuyết lượng tiền trong dài hạn Lý thuyết lượng tiền cung cấp một lý thuyết dài hạn về lạm phát vì nó dựa trên giả định rằng tiền lương và giá cả là linh hoạt. Bảng (a) của Hình 1 vẽ biểu đồ tỷ lệ lạm phát trung bình trong 10 năm của Hoa Kỳ so với tốc độ tăng trưởng tiền (M2) trung bình trong 10 năm từ năm 1870 đến năm 2016. Bởi vì tốc độ tăng của tổng sản lượng *Y* trong giai đoạn 10 năm không biến động nhiều, Phương trình 6 chỉ ra rằng tỷ lệ lạm phát trong 10 năm sẽ là tốc độ tăng tiền trong 10 năm trừ đi một hằng số (tốc độ tăng tổng sản lượng). Do đó, sẽ tồn tại một mối quan hệ cùng chiều mạnh giữa lạm phát và tỷ lệ tăng trưởng tiền — và mối quan hệ này được thể hiện trong bảng (a). Những thập niên có tốc độ tăng cung tiền của Hoa Kỳ cao hơn thường dẫn đến tỷ lệ lạm phát trung bình cao hơn.

Lý thuyết lượng tiền có giải thích tỷ lệ lạm phát dài hạn khác nhau giữa các quốc gia không? Chắc chắn là có. Bảng (b) của Hình 1 vẽ biểu đồ tỷ lệ lạm phát trung bình trong giai đoạn 10 năm từ 2006 đến 2016 so với tỷ lệ tăng trưởng tiền trong mười năm của một số quốc gia. Lưu ý rằng các quốc gia có tốc độ tăng trưởng tiền cao, chẳng hạn như Nga và Thổ Nhĩ Kỳ, có xu hướng có tỷ lệ lạm phát cao hơn.

Lý thuyết lượng tiền trong ngắn hạn Lý thuyết lượng tiền có cung cấp một giải thích tốt về biến động lạm phát trong ngắn hạn không? Hình 2 thể hiện bằng chứng cho mối liên hệ giữa tăng trưởng tiền và lạm phát trong ngắn hạn bằng cách vẽ biểu đồ tỷ lệ lạm phát hàng năm của Mỹ từ năm 1965 đến năm 2017 so với tỷ lệ tăng trưởng tiền (M2) hàng năm từ hai năm trước. (Tốc độ tăng tiền được lấy trễ hai năm để tạo điều kiện cho những thay đổi trong tăng trưởng tiền ảnh hưởng đến lạm phát.) Mối quan hệ giữa lạm phát và tăng trưởng tiền trên cơ sở hàng năm không mạnh chút nào. Có nhiều năm — chẳng hạn như 1963–1967, 1985–1986, 2003–2005, 2010–2011, và 2013–2015 - trong đó tiền tăng trưởng cao nhưng lạm phát lại thấp. Rất khó tìm thấy tương quan dương giữa tăng trưởng tiền và lạm phát trong Hình 2.

Kết luận từ dữ liệu được đưa ra trong Hình 2 là ***lý thuyết lượng tiền là một lý thuyết tốt về lạm phát trong dài hạn nhưng không phải trong ngắn hạn.*** Chúng ta cũng có thể nói rằng ***tuyên bố của Milton Friedman rằng "lạm phát luôn luôn và ở mọi nơi là một hiện tượng tiền tệ" (được đề cập trong Chương 1) là chính xác về lâu dài nhưng không được dữ liệu hỗ trợ trong ngắn hạn.*** Nhận thức này cho chúng ta biết rằng giả định cổ điển rằng tiền lương và giá cả hoàn toàn linh hoạt có thể không đúng khi có biến động ngắn hạn về lạm phát và tổng sản lượng. Vì lý do này, chúng ta sẽ nới lỏng giả định này trong các chương sau của cuốn sách khi phát triển các mô hình biến động sản lượng và lạm phát trong ngắn hạn. •

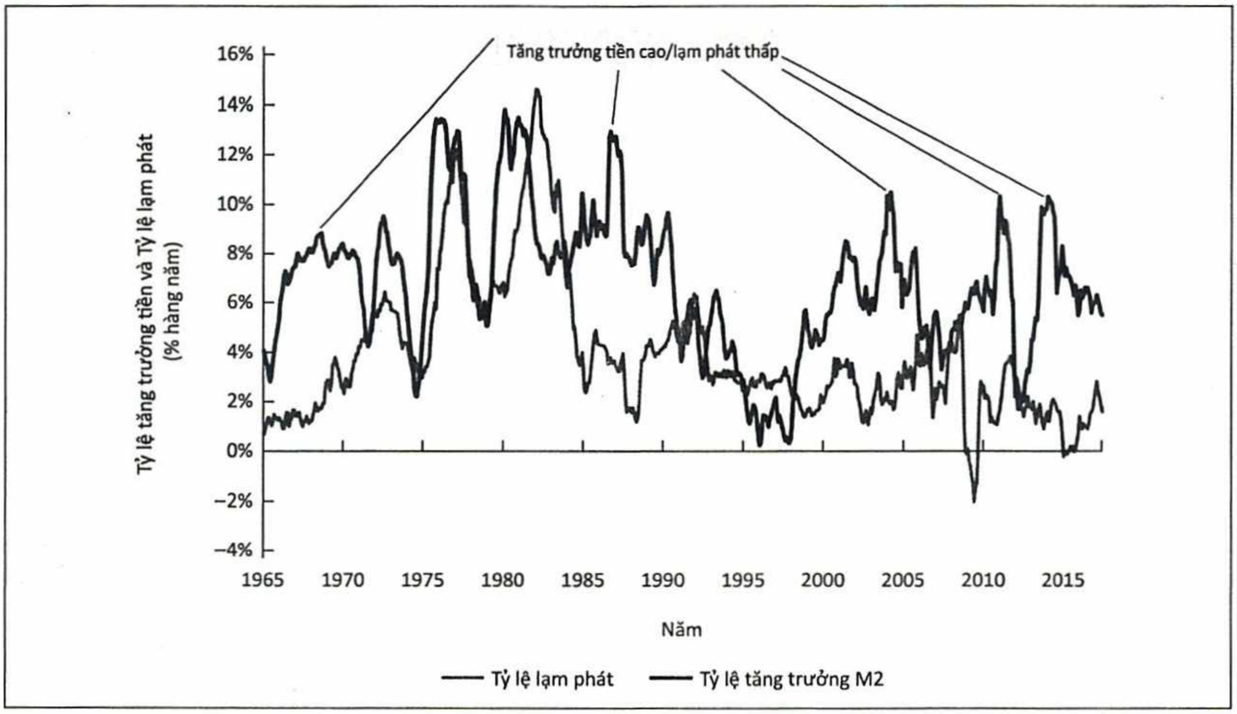


HÌNH 1 **Mối quan hệ giữa lạm phát và tăng trưởng tiền**

Trong bảng (a), những thập niên có tỷ lệ tăng trưởng tiền cao hơn (những năm 1910, 1940 và 1970) thường có tỷ lệ lạm phát trung bình cao hơn. Mối quan hệ này cũng có trong bảng (b), mô tả tỷ lệ lạm phát và tăng trưởng tiền tệ trong 10 năm từ 2006–2016 cho các quốc gia khác nhau.

Nguồn: Bảng (a): Milton Friedman and Anna Schwartz, *Monetary Trends in the United States and the United Kingdom: Their Relation to Income, Prices, and Interest Rates, 1867–1975;* Federal Reserve Bank of St. Louis, FRED database: http://research.stlouisfed.org/fred2/. Bảng (b): International Financial Statistics. International Monetary Fund, http://www.imfstatistics.org/imf/.

MyLab Economics Dữ liệu thời gian thực



HÌNH 2 Tỷ lệ tăng trưởng tiền và lạm phát hàng năm của Hoa Kỳ, 1965–2016

Đồ thị tỷ lệ lạm phát hàng năm của Hoa Kỳ so với tỷ lệ tăng trưởng tiền (M2) hàng năm từ hai năm trước đó (tính tới các tác động trễ từ tăng trưởng tiền đến lạm phát) không cho thấy mối liên hệ ngắn hạn giữa lạm phát và tăng trưởng tiền. Có nhiều năm (1963–1967, 1983–1985, 2003–2005, 2010–2011 và 2013–2015), tiền tăng trưởng cao nhưng lạm phát ở mức thấp.

Nguồn: Cơ sở dữ liệu của Ngân hàng Dự trữ Liên bang St. Louis, FRED: http://research.stlouisfed.org/fred2/series/CPIAUCSL; http://research.stlouisfed.org/fred2/series/M2SL.

LẠM PHÁT VÀ THÂM HỤT NGÂN SÁCH

Thâm hụt ngân sách có thể là nguồn gốc quan trọng của chính sách tiền tệ lạm phát. Để biết lý do, chúng ta cần xem xét những cách thức chính phủ tài trợ cho thâm hụt ngân sách của mình.

Ràng buộc Ngân sách Chính phủ

Bởi vì, giống như bạn và tôi, chính phủ cũng phải thanh toán các hóa đơn của mình, họ cũng có ràng buộc ngân sách. Chúng ta có thể thanh toán chi tiêu của mình theo hai cách: Tăng doanh thu (bằng cách làm việc), hoặc có thể vay mượn. Chính phủ cũng có hai lựa chọn này: Họ có thể tăng doanh thu bằng cách đánh thuế, hoặc có thể vay nợ bằng cách phát hành trái phiếu chính phủ. Tuy nhiên, không giống như chúng ta, họ có một lựa chọn thứ ba: Chính phủ có thể tạo ra tiền và sử dụng nó để thanh toán cho hàng hóa và dịch vụ mà họ mua.

Các phương pháp được sử dụng để tài trợ cho chi tiêu của chính phủ được mô tả bằng thuật ngữ ***ràng buộc ngân sách của chính phủ***, trong đó nêu rõ như sau: Thâm hụt ngân sách chính phủ *DEF*, bằng mức vượt của chi tiêu của chính phủ *G* so với thu nhập từ thuế *T*, phải bằng tổng thay đổi trong cơ sở tiền tệ ΔMB và sự thay đổi trái phiếu chính phủ do công chúng nắm giữ ΔB. Về mặt đại số, biểu thức này có thể được viết như sau:

$$DEF = G - T = \Delta MB + \Delta B \quad (7)$$

Để xem ràng buộc ngân sách của chính phủ có ý nghĩa như thế nào trong thực tế, hãy xem trường hợp mà khoản mua sắm duy nhất của chính phủ là một siêu máy tính trị giá 100 triệu đô la. Nếu chính phủ thuyết phục được cử tri rằng một chiếc máy tính như vậy rất đáng tiền, họ có thể tăng 100 triệu đô la tiền thuế để chi trả, và thâm hụt ngân sách sẽ bằng không. Theo ràng buộc ngân sách của chính phủ, không cần phát hành tiền hoặc trái phiếu để trả cho máy tính vì ngân sách đã được cân bằng. Nếu người đóng thuế cho rằng siêu máy tính quá đắt và từ chối dùng thuế để tài trợ cho việc mua nó, thì ràng buộc ngân sách chỉ ra rằng chính phủ phải trả tiền cho chiếc máy tính bằng cách bán 100 triệu đô la trái phiếu mới cho công chúng hoặc bằng cách in 100 triệu đô la tiền giấy. Trong cả hai trường hợp, ràng buộc ngân sách được thỏa mãn. Mức thâm hụt 100 triệu đô la được cân bằng bởi sự thay đổi trong kho trái phiếu chính phủ mà công chúng nắm giữ (ΔB = 100 triệu đô la) hoặc bởi sự thay đổi cơ sở tiền tệ (ΔMB = 100 triệu đô la).

Do đó, ràng buộc ngân sách của chính phủ cho thấy hai thực tế quan trọng: ***Nếu thâm hụt của chính phủ được tài trợ bởi việc công chúng gia tăng nắm giữ trái phiếu thì sẽ không ảnh hưởng đến cơ sở tiền tệ và do đó không ảnh hưởng đến cung tiền. Nhưng nếu thâm hụt không được tài trợ bởi việc gia tăng nắm giữ trái phiếu của công chúng, thì cả cơ sở tiền tệ và cung tiền đều tăng.***

Có nhiều cách để hiểu tại sao thâm hụt dẫn đến tăng cơ sở tiền tệ khi nắm giữ trái phiếu của công chúng không tăng. Trường hợp đơn giản nhất là khi kho bạc của chính phủ có quyền hợp pháp để phát hành tiền để tài trợ cho thâm hụt của mình. Việc tài trợ thâm hụt sau đó rất đơn giản: Chính phủ chỉ cần thanh toán cho chi tiêu vượt quá thu nhập từ thuế bằng cách phát hành tiền giấy mới. Bởi vì lượng tiền giấy mới được cộng trực tiếp vào cơ sở tiền tệ, nên cơ sở tiền tệ tăng và cung tiền cũng tăng thông qua quá trình tạo tiền gửi đa tầng được mô tả trong Chương 14.

Tuy nhiên, ở Hoa Kỳ và ở nhiều quốc gia khác, chính phủ không có quyền phát hành tiền giấy để thanh toán cho các hóa đơn của mình. Trong trường hợp này, chính phủ trước tiên phải tài trợ cho thâm hụt của mình bằng cách phát hành trái phiếu ra công chúng. Tuy nhiên, để những trái phiếu này không thực sự đến tay công chúng, thì giải pháp thay thế duy nhất là ngân hàng trung ương mua chúng. Để cho trái phiếu chính phủ mới phát hành không nằm trong tay công chúng, ngân hàng trung ương phải tiến hành mua trên thị trường mở, như chúng ta đã thấy trong Chương 14, dẫn đến tăng cơ sở tiền tệ và cung tiền thông qua quá trình tạo tiền gửi đa tầng. Phương pháp tài trợ chi tiêu chính phủ này được gọi là **tiền tệ hóa nợ** bởi vì, như quy trình hai bước vừa mô tả, nợ chính phủ phát hành để tài trợ cho chi tiêu của chính phủ đã được chuyển khỏi tay công chúng và được thay thế bằng tiền mạnh. Phương pháp tài trợ này được gọi một cách không hẳn chính xác là **in tiền** để chi tiêu vì tiền mạnh (cơ sở tiền tệ) được tạo ra trong quá trình này. Việc sử dụng từ *in* gây hiểu lầm vì không có đồng tiền mới nào thực sự được in ra; thay vào đó, cơ sở tiền tệ tăng lên khi ngân hàng trung ương thực hiện các giao dịch mua trên thị trường mở, giống như nó sẽ tăng nếu có nhiều tiền giấy được đưa vào lưu thông hơn.

Do đó, chúng ta thấy rằng thâm hụt ngân sách có thể dẫn đến tăng cung tiền nếu nó được tài trợ bởi việc tạo ra tiền mạnh. Tuy nhiên, vì lý thuyết lượng tiền chỉ giải thích lạm phát trong dài hạn, nên để tạo ra lạm phát, thâm hụt ngân sách phải *kéo dài* - tức là nó phải diễn ra trong một khoảng thời gian đáng kể. Điều này dẫn chúng ta đến kết luận: ***Việc tài trợ cho tình trạng thâm hụt liên tục bằng phương thức tạo tiền sẽ dẫn đến lạm phát kéo dài.***

Siêu lạm phát

Có thể sử dụng phân tích trên để giải thích **siêu lạm phát**, thời kỳ lạm phát cực kỳ cao tới hơn 50% mỗi tháng. Nhiều nền kinh tế — cả nghèo và phát triển — đã trải qua siêu lạm phát trong thế kỷ qua, Hoa Kỳ thì chưa. Một trong những ví dụ cực đoan nhất về siêu lạm phát trong lịch sử thế giới xảy ra ở Zimbabwe vào những năm 2000, được thảo luận trong ứng dụng dưới đây.

ỨNG DỤNG Siêu lạm phát Zimbabwe

Bây giờ chúng ta sử dụng phân tích về lý thuyết lượng tiền để giải thích siêu lạm phát ở Zimbabwe bắt đầu vào đầu những năm 2000.

Sau khi chính phủ tịch thu các trang trại vào năm 2000, sau đó được phân phối lại cho những người ủng hộ tổng thống Robert Mugabe, sản lượng nông nghiệp của Zimbabwe và doanh thu từ thuế giảm mạnh. Kết quả là các khoản chi của chính phủ lúc này vượt xa thu. Chính phủ có thể tăng thuế để có được nguồn thu nhằm trang trải chi tiêu của mình, nhưng với tình trạng suy thoái của nền kinh tế, việc tạo ra nguồn thu theo cách này vừa khó thực hiện và sẽ không phù hợp về mặt chính trị. Ngoài ra, chính phủ còn có thể tìm cách vay mượn từ công chúng, nhưng do công chúng không tin tưởng vào chính phủ, đây không phải là lựa chọn. Chỉ còn một con đường duy nhất: nhà in. Chính phủ có thể thanh toán các khoản chi của mình bằng cách in thêm tiền giấy (tăng cung tiền) và sử dụng nó để thanh toán cho các cá nhân và doanh nghiệp. Đây chính là những gì chính phủ Zimbabwe đã làm, và cung tiền bắt đầu tăng nhanh.

Theo lý thuyết lượng tiền, lượng cung tiền tăng mạnh dẫn đến mức giá tăng nhanh chóng. Vào tháng 2 năm 2007, Ngân hàng Dự trữ Zimbabwe, ngân hàng trung ương của quốc gia này, đã cấm tăng giá nhiều mặt hàng. Mặc dù chiến thuật này đã được các chính phủ ở các nước trải qua siêu lạm phát thử nghiệm trước đây, nhưng nó chưa bao giờ hiệu quả: Hình sự hóa lạm phát không thể ngăn chặn nó khi ngân hàng trung ương tiếp tục in tiền. Vào tháng 3 năm 2007, tỷ lệ lạm phát đạt mức kỷ lục hơn 1.500%. Đến năm 2008, tỷ lệ lạm phát của Zimbabwe chính thức là hơn 2 triệu phần trăm (theo số liệu không chính thức là hơn 10 triệu phần trăm). Vào tháng 7 năm 2008, ngân hàng trung ương Zimbabwe đã phát hành tờ bạc 100 tỷ đô la mới và ngay sau đó đã phát hành tờ 100 nghìn tỷ đô la, tờ tiền có mệnh giá cao nhất từng được ghi nhận. Thực sự là rất nhiều số không, nhưng bạn đừng quá ấn tượng. Mặc dù cầm một tờ tiền này khiến bạn trở thành tỷ phú ngay lập tức, nhưng thậm chí nó không đủ để bạn mua một chai bia. Đồng tiền Zimbabwe có giá trị còn thua cả giấy vệ sinh.

Năm 2009, chính phủ Zimbabwe cho phép sử dụng ngoại tệ như đô la Mỹ trong tất cả các giao dịch, nhưng đã quá muộn. Siêu lạm phát đã tàn phá nền kinh tế, và một quốc gia nghèo cực kỳ lại tiếp tục nghèo hơn. •

CÁC LÝ THUYẾT TRƯỜNG PHÁI KEYNES VỀ CẦU TIỀN

Trong cuốn sách nổi tiếng năm 1936, *Lý thuyết Tổng quát về Việc làm, Lãi suất và Tiền tệ*, John Maynard Keynes đã từ bỏ quan điểm của lý thuyết lượng tiền rằng vận tốc là một hằng số và phát triển lý thuyết về cầu tiền nhấn mạnh tầm quan trọng của lãi suất. Trong lý thuyết của mình về cầu tiền, mà ông gọi là **lý thuyết ưa thích thanh khoản**, Keynes đưa ra ba động cơ đằng sau cầu tiền: động cơ giao dịch, động cơ dự phòng và động cơ đầu cơ.

Động cơ giao dịch

Trong cách tiếp cận của lý thuyết lượng tiền, giả định cho lý do nắm giữ tiền của cá nhân là vì tiền là một phương tiện trao đổi có thể sử dụng để thực hiện các giao dịch hàng ngày. Keynes ban đầu chấp nhận quan điểm của lý thuyết lượng tiền là thành phần giao dịch tỷ lệ thuận với thu nhập. Sau đó, ông và các nhà kinh tế khác thấy rằng các phương thức thanh toán mới, được gọi là **công nghệ thanh toán**, cũng có thể ảnh hưởng đến cầu tiền. Ví dụ, thẻ tín dụng cho phép người tiêu dùng thực hiện các giao dịch mua hàng thậm chí rất nhỏ mà không cần giữ tiền. Thanh toán điện tử có thể được thực hiện từ tài khoản môi giới của nhà đầu tư cũng làm giảm cầu tiền. Theo quan điểm của Keynes, khi công nghệ thanh toán phát triển, cầu tiền có thể sẽ giảm tương đối so với thu nhập.

Động cơ dự phòng

Keynes cũng thấy rằng mọi người giữ tiền như một tấm đệm dành cho những cơ hội bất ngờ. Giả sử bạn luôn muốn mua một hệ thống giải trí Wii mới và bây giờ nó đang được giảm giá 25%. Nếu bạn đang giữ tiền để dự phòng cho những sự kiện như vậy, bạn có thể mua nó ngay. Keynes lập luận rằng số dư tiền dự phòng mà mọi người muốn nắm giữ cũng sẽ tỷ lệ thuận với thu nhập.

Động cơ đầu cơ

Keynes cũng tin rằng mọi người chọn giữ tiền để lưu trữ của cải, mà ông gọi là động cơ đầu cơ. Vì định nghĩa tiền trong phân tích của Keynes bao gồm tiền giấy (không sinh lãi) và tiền gửi tài khoản giao dịch (thường kiếm được lãi ít), ông giả định rằng tiền không sinh lãi và do đó chi phí cơ hội của nó so với việc nắm giữ các tài sản khác, chẳng hạn như trái phiếu, là lãi suất danh nghĩa của trái phiếu, *i*. Khi lãi suất *i* tăng, chi phí cơ hội của tiền tăng lên (việc giữ tiền so với trái phiếu trở nên tốn kém hơn) và lượng cầu tiền giảm xuống.

Kết hợp ba động cơ lại với nhau

Khi kết hợp ba động cơ để giữ tiền vào một phương trình cầu tiền, Keynes đã cẩn thận phân biệt giữa lượng danh nghĩa và thực tế. Tiền được định giá bằng những gì nó có thể mua được. Ví dụ, nếu tất cả các mức giá trong nền kinh tế đều tăng gấp đôi (mức giá tăng gấp đôi), thì cùng một lượng tiền danh nghĩa sẽ chỉ có thể mua được một nửa số hàng hóa. Do đó Keynes cho rằng mọi người muốn nắm giữ một lượng nhất định **số dư tiền thực tế** (lượng tiền theo giá thực tế). Bằng cách kết hợp ba động cơ để nắm giữ tiền thành cầu số dư tiền thực tế, Keynes đã xây dựng hàm ưa thích thanh khoản, được mô tả như sau:

$$\frac{M^d}{P} = L(\underset{-}{i}, \underset{+}{Y}) \tag{8}$$

Phương trình 8 nói rằng cầu của số dư tiền thực tế có quan hệ tỷ lệ nghịch với lãi suất danh nghĩa và có quan hệ tỷ lệ thuận với thu nhập thực tế.

Các nhà kinh tế trường phái Keynes sau này, chẳng hạn như nhà kinh tế đoạt giải Nobel James Tobin, đã mở rộng phân tích này và chỉ ra rằng vai trò của lãi suất trong cầu tiền là lớn hơn những gì Keynes đánh giá. Họ đã chứng minh rằng ngay cả cầu tiền giao dịch và cầu tiền dự phòng cũng quan hệ ngược chiều với lãi suất.[3]

Hàm ý quan trọng của lý thuyết Keynes về cầu tiền là vận tốc không phải là một hằng số mà sẽ dao động theo những thay đổi của lãi suất. Để minh họa, chúng ta viết hàm ưa thích thanh khoản như sau:

$$\frac{P}{M^d} = \frac{1}{L(i, Y)}$$

Nhân cả hai vế của phương trình này với Y và coi M^d có thể thay bằng M (vì chúng phải bằng nhau khi thị trường tiền tệ ở trạng thái cân bằng), chúng ta có thể giải tìm vận tốc:

$$V = \frac{PY}{M} = \frac{Y}{L(i, Y)} \tag{9}$$

Ta biết rằng cầu tiền có liên hệ ngược chiều với lãi suất; khi i tăng lên, $L(i, Y)$ giảm và do đó vận tốc tăng lên. Bởi vì lãi suất có biến động đáng kể, các lý thuyết của trường phái Keynes về cầu tiền cho rằng vận tốc cũng biến động đáng kể. Do đó, các lý thuyết trường phái Keynes nêu ra nghi ngờ đối với quan điểm của lý thuyết lượng tiền cổ điển cho rằng thu nhập danh nghĩa được xác định chủ yếu bởi sự chuyển động của lượng tiền.

CÁC LÝ THUYẾT DANH MỤC ĐẦU TƯ VỀ CẦU TIỀN

Nhóm lý thuyết có liên quan đến phân tích của Keynes về cầu tiền được gọi là lý thuyết danh mục đầu tư về cầu tiền, trong đó mọi người quyết định lượng tài sản mà họ muốn nắm giữ trong danh mục tài sản tổng thể của mình, ví dụ như tiền.[4]

[3]Ba bài báo nổi tiếng trình bày chi tiết hơn cách tiếp cận của Keynes về cầu tiền là: William J. Baumol, "The Transactions Demand for Cash: An Inventory Theoretic Approach," Quarterly Journal of Economics 66 (1952): 545–556; James Tobin, "The Interest Elasticity of the Transactions Demand for Cash," Review of Economics and Statistics 38 (1956): 241–247; và James Tobin, "Liquidity Preference as Behavior Towards Risk," Review of Economic Studies 25 (1958): 65–86. Để đọc thêm thảo luận về các mô hình được nêu trong các bài báo này, hãy xem phụ lục đầu tiên của chương này, tại www.pearson.com/mylab/economics.

[4]Đây là cách tiếp cận được Milton Friedman thực hiện trong bài báo nổi tiếng của ông "The Quantity Theory of Money: A Restatement," in Studies in the Quantity Theory of Money, ed. Milton Friedman (Chicago: University of Chicago Press, 1956), 3–21.

Lý thuyết lựa chọn danh mục đầu tư và ưa thích thanh khoản của Keynes

Trong Chương 5, chúng ta đã phát triển lý thuyết lựa chọn danh mục đầu tư, nói rằng cầu của một tài sản có quan hệ cùng chiều với sự giàu có, lợi suất kỳ vọng tương đối của tài sản đó so với các tài sản khác, và tính thanh khoản tương đối, trong khi nó có quan hệ ngược chiều với rủi ro tương đối so với các tài sản khác. Lý thuyết lựa chọn danh mục đầu tư củng cố kết luận trong hàm ưa thích thanh khoản của Keynes rằng cầu tiền thực tế có quan hệ cùng chiều với thu nhập và ngược chiều với lãi suất danh nghĩa.

Bởi vì thu nhập và sự giàu có có xu hướng di chuyển cùng nhau, khi thu nhập cao hơn, sự giàu có cũng có khả năng tăng lên. Do đó, thu nhập cao hơn đồng nghĩa với việc giàu có hơn, và khi đó lý thuyết lựa chọn danh mục đầu tư chỉ ra rằng cầu tài sản tiền sẽ tăng và cầu tiền thực tế sẽ cao hơn.

Khi lãi suất tăng, lợi suất kỳ vọng của tiền không thay đổi. Tuy nhiên, lợi nhuận từ trái phiếu, một tài sản thay thế, tăng lên. Do đó, mặc dù lợi tức tuyệt đối kỳ vọng của tiền không thay đổi, nhưng tỷ suất sinh lợi kỳ vọng *tương đối* của tiền so với trái phiếu đã giảm xuống. Nói cách khác, theo lý thuyết lựa chọn danh mục đầu tư, lãi suất cao hơn làm cho tiền ít hấp dẫn hơn và cầu tiền thực tế giảm xuống.

Các yếu tố khác ảnh hưởng đến cầu tiền

Lý thuyết lựa chọn danh mục đầu tư cho thấy rằng các yếu tố khác ngoài thu nhập và lãi suất danh nghĩa có thể ảnh hưởng đến cầu tiền. Chúng ta lần lượt xem xét từng yếu tố này

Sự giàu có Lý thuyết lựa chọn danh mục đầu tư cho rằng khi sự giàu có tăng lên, các nhà đầu tư có nhiều nguồn lực hơn để mua tài sản, làm tăng cầu tiền. Tuy nhiên, khi thu nhập không đổi, sự giàu có tăng lên chỉ có ảnh hưởng nhỏ đến cầu tiền. Nhìn chung, các nhà đầu tư sẽ chỉ nắm giữ một lượng tiền nhỏ trong danh mục đầu tư của mình, họ thích các tài sản sinh lãi có đặc tính rủi ro và thanh khoản tương tự không nằm trong thước đo tiền M1, chẳng hạn như quỹ tương hỗ thị trường tiền tệ. Tiền giấy và tiền gửi có thể phát séc đôi khi được cho là **tài sản yếu thế** bởi vì các nhà đầu tư có thể nắm giữ các tài sản khác mang lại lợi nhuận cao hơn nhưng vẫn được coi là an toàn.

Rủi ro Thật khó để tìm ra tài sản nào ít rủi ro hơn tiền. Tiền giấy sẽ luôn được chấp nhận, trừ khi có một cuộc cách mạng và chính phủ mới không chấp nhận tiền giấy của chính phủ cũ. Và tiền gửi ngân hàng vẫn an toàn miễn là có bảo hiểm tiền gửi. Tuy nhiên, trong lý thuyết lựa chọn danh mục đầu tư, rủi ro luôn được đo lường tương đối so với một tài sản khác. Do đó, nếu thị trường chứng khoán trở nên biến động hơn, tiền có thể trở nên ít rủi ro một cách tương đối hơn so với cổ phiếu và cầu của nó sẽ tăng lên. Ngoài ra, mặc dù tiền cực kỳ an toàn trên cơ sở danh nghĩa, nhưng lợi suất thực tế của nó (lợi suất danh nghĩa trừ đi lạm phát kỳ vọng) có thể biến động rất mạnh khi lạm phát thay đổi mạnh. Biến động mạnh hơn trong lợi suất thực tế của tiền làm giảm cầu tiền, khi mọi người chuyển sang các tài sản thay thế được gọi là **phòng vệ lạm phát**, có lợi suất thực tế ít bị ảnh hưởng hơn so với tiền khi lạm phát thay đổi. Các tài sản phòng vệ lạm phát phổ biến là TIPS (Chứng khoán Kho bạc được Bảo vệ trước Lạm phát - Treasury Inflation Protected Securities), vàng và bất động sản.

Tính thanh khoản của các tài sản khác Trong những năm gần đây, đổi mới tài chính đã dẫn đến sự phát triển của các tài sản thanh khoản mới, chẳng hạn như quỹ tương

BẢNG TÓM TẮT 1

Các yếu tố quyết định cầu tiền

Biến	**Thay đổi của biến**	**Phản ứng của Cầu tiền**	**Nguyên nhân**
Lãi suất	↑	↓	Chi phí cơ hội của tiền tăng
Thu nhập	↑	↑	Giá trị giao dịch cao hơn
Công nghệ thanh toán	↑	↓	Cần ít tiền hơn trong giao dịch
Sự giàu có	↑	↑	Nhiều tài nguyên hơn để phân bổ vào tiền
Tính rủi ro của các tài sản khác	↑	↑	Tiền tương đối ít rủi ro hơn và vì vậy hấp dẫn hơn
Rủi ro lạm phát	↑	↓	Tiền tương đối rủi ro hơn và kém hấp dẫn hơn
Tính thanh khoản của các tài sản khác	↑	↓	Tiền tương đối kém thanh khoản và do đó kém hấp dẫn hơn

Lưu ý: Chỉ sự gia tăng (↑) của các yếu tố được hiển thị; tác động của biến giảm lên tỷ giá hối đoái sẽ ngược lại với những ảnh hưởng được chỉ ra trong cột "Phản ứng".

hỗ trên thị trường tiền tệ hoặc hạn mức tín dụng nhà ở cho phép các hộ gia đình viết séc được bảo đảm bằng ngôi nhà của họ. Khi các tài sản thay thế này trở nên thanh khoản hơn, tính thanh khoản tương đối của tiền giảm, và do đó, cầu tiền cũng giảm theo.

Sơ lược

Phân tích về cầu tiền sử dụng lý thuyết Keynes và danh mục đầu tư cho thấy bảy yếu tố ảnh hưởng đến cầu tiền: lãi suất, thu nhập, công nghệ thanh toán, sự giàu có, rủi ro của các tài sản khác, rủi ro lạm phát và tính thanh khoản của các tài sản khác. Để hỗ trợ nghiên cứu, Bảng Tóm tắt 1 chỉ ra phản ứng của cầu tiền của những thay đổi trong từng yếu tố này và đưa ra tóm tắt ngắn gọn về lý do của mỗi phản ứng.

BẰNG CHỨNG THỰC TIỄN CỦA CẦU TIỀN

Chúng ta cùng tìm hiểu các bằng chứng thực tiễn về hai câu hỏi chính giúp phân biệt các lý thuyết khác nhau về cầu tiền và ảnh hưởng đến kết luận của chúng về việc liệu lượng tiền có phải là yếu tố quyết định chính của tổng chi tiêu hay không: Cầu tiền có nhạy cảm với những thay đổi của lãi suất hay không, và hàm cầu tiền có ổn định theo thời gian không?[5]

[5]Nếu bạn quan tâm đến thảo luận chi tiết hơn trong nghiên cứu thực chứng về cầu tiền, bạn có thể tìm thấy nó trong phụ lục thứ hai của chương này tại www.pearson.com/mylab/economics.

Lãi suất và cầu tiền

Chúng ta đã xác định rằng nếu lãi suất không ảnh hưởng đến cầu tiền thì có nhiều khả năng vận tốc không thay đổi — hoặc ít nhất là có thể dự đoán được — và do đó, quan điểm của lý thuyết lượng tiền cho rằng tổng chi tiêu được xác định bởi lượng tiền có nhiều khả năng đúng hơn. Tuy nhiên, cầu tiền càng nhạy cảm với lãi suất thì vận tốc càng khó dự đoán và mối liên hệ giữa cung tiền và tổng chi tiêu càng trở nên kém rõ ràng. Trên thực tế có một trường hợp cầu tiền siêu nhạy cảm với lãi suất, được gọi là **bẫy thanh khoản**, trong đó chính sách tiền tệ truyền thống không có ảnh hưởng trực tiếp đến tổng chi tiêu vì sự thay đổi trong cung tiền không ảnh hưởng đến lãi suất.[6]

Bằng chứng cho độ nhạy cảm lãi suất của nhu cầu tiền tệ là rất nhất quán. Trong những tình huống mà lãi suất danh nghĩa chưa chạm mức sàn 0, cầu tiền nhạy cảm với lãi suất. Tuy nhiên, khi lãi suất danh nghĩa giảm xuống 0, chúng không thể thấp hơn nữa. Trong tình huống này, bẫy thanh khoản xảy ra bởi vì lúc này đường cầu tiền hoàn toàn đi ngang*. Đây chính là tình huống đã xảy ra ở Hoa Kỳ trong những năm gần đây, là lý do tại sao Cục Dự trữ Liên bang đã phải sử dụng chính sách tiền tệ phi truyền thống.

* Lúc này nền kinh tế không mặn mà với trái phiếu và các tài sản sinh lợi khác, người dân sẽ giữ tiền vì (1) lãi suất đã thấp như vậy nghĩa là nó sẽ tăng trong tương lai (và nghĩa là giá trái phiếu sẽ giảm) và (2) lãi suất thấp thì đầu tư cũng chẳng được lợi gì. Khi gặp bẫy thanh khoản, dù các chính sách tiền tệ có mở rộng đến đâu đi chăng nữa thì lãi suất cũng không hạ thêm được.

Sự ổn định của cầu tiền

Nếu hàm cầu tiền, giống như trong Công thức 8, không ổn định và gặp những thay đổi mạnh, không thể đoán trước, thì như Keynes tin tưởng, vận tốc là không thể đoán trước và có thể lượng tiền không gắn kết chặt chẽ với tổng chi tiêu như trong lý thuyết lượng tiền. Sự ổn định của hàm cầu tiền là rất quan trọng đối với việc Cục Dự trữ Liên bang nên định vị mục tiêu vào lãi suất hay cung tiền. Nếu hàm cầu tiền không ổn định và do đó cung tiền không gắn kết chặt chẽ với tổng chi tiêu, thì mức lãi suất do Fed ấn định sẽ cung cấp nhiều thông tin hơn về lập trường của chính sách tiền tệ so với cung tiền.

Cho đến đầu những năm 1970, các bằng chứng đã ủng hộ mạnh mẽ sự ổn định của hàm cầu tiền. Tuy nhiên, sau năm 1973, tốc độ đổi mới tài chính nhanh chóng, làm thay đổi các tài sản có thể được sử dụng như tiền, dẫn đến sự bất ổn đáng kể trong hàm cầu tiền ước tính. Sự không ổn định của hàm cầu tiền đặt ra câu hỏi liệu các lý thuyết và phân tích thực chứng của chúng ta có đầy đủ hay không. Nó cũng có ý nghĩa quan trọng đối với việc thực thi chính sách tiền tệ, vì nó gây nghi ngờ về vai trò công cụ hữu dụng hướng dẫn cho các nhà hoạch định chính sách của hàm cầu tiền. Đặc biệt, do hàm cầu tiền đã trở nên không ổn định, vận tốc giờ đây khó dự đoán hơn. Các nhà hoạch định chính sách tiền tệ thấy rằng lượng cung tiền không cung cấp thông tin đáng tin cậy về diễn biến tương lai của nền kinh tế, khiến họ nghĩ nhiều hơn đến việc ấn định lãi suất trong chính sách tiền tệ. Sự bất ổn định của cầu tiền đã dẫn đến việc giảm trọng tâm vào cung tiền trong việc điều hành chính sách tiền tệ.

[6]Nếu cầu tiền siêu nhạy cảm với lãi suất, thì một sự thay đổi nhỏ trong lãi suất sẽ tạo ra một sự thay đổi rất lớn trong lượng cầu tiền. Do đó, trong trường hợp này, trong sơ đồ cung cầu của Chương 5 cầu tiền sẽ hoàn toàn phẳng. Do đó, sự thay đổi trong cung tiền làm dịch chuyển đường cung tiền sang phải hoặc sang trái khiến nó cắt đường cầu tiền phẳng với cùng một mức lãi suất cố định.

TÓM LƯỢC

1. Lý thuyết lượng tiền được biểu thị bằng phương trình trao đổi, $M \times V = P \times Y$, chỉ ra rằng chi tiêu danh nghĩa chỉ được xác định bởi các chuyển động của lượng tiền. Lý thuyết lượng tiền chỉ ra rằng (1) lượng tiền thay đổi dẫn đến sự thay đổi tỷ lệ thuận trong mức giá, bởi vì $(P = M \times \overline{Y}) / \overline{Y}$, và (2) tỷ lệ lạm phát là tốc độ tăng của cung tiền trừ đi tốc độ tăng của tổng sản lượng—tức là, $\pi = \%\Delta M - \%\Delta Y$. Những hàm ý này của lý thuyết lượng tiền được dữ liệu hỗ trợ trong dài hạn, nhưng không đúng trong ngắn hạn.
2. Ràng buộc ngân sách của chính phủ cho thấy thâm hụt phải được tài trợ bằng cách tạo tiền hoặc bằng cách phát hành trái phiếu chính phủ. Nghĩa là, DEF = G - T = ΔMB + ΔB. Kết hợp thực tế này với lý thuyết lượng tiền chỉ ra rằng tài trợ cho thâm hụt liên tục bằng cách tạo tiền sẽ dẫn đến lạm phát kéo dài. Phân tích này giúp giải thích siêu lạm phát, với việc lạm phát và tăng trưởng tiền tệ tăng lên mức cực kỳ cao vì thâm hụt ngân sách lớn.
3. John Maynard Keynes đề xuất ba động cơ để giữ tiền: động cơ giao dịch, động cơ dự phòng và động cơ đầu cơ. Lý thuyết ưa thích thanh khoản của ông coi các thành phần giao dịch và dự phòng của cầu tiền tỷ lệ thuận với thu nhập. Tuy nhiên, thành phần đầu cơ của cầu tiền được xem là nhạy cảm với lãi suất cũng như kỳ vọng về biến động lãi suất trong tương lai. Do đó, lý thuyết này ngụ ý rằng vận tốc không ổn định và không thể được coi là một hằng số.
4. Các lý thuyết danh mục đầu tư về cầu tiền chỉ ra rằng cầu tiền không chỉ được xác định bởi lãi suất, thu nhập và công nghệ thanh toán, như trong phân tích của Keynes, mà còn bởi sự giàu có, rủi ro của các tài sản khác, rủi ro lạm phát và tính thanh khoản của các tài sản khác.
5. Có thể rút ra hai kết luận chính từ nghiên cứu về cầu tiền: Cầu tiền nhạy cảm với lãi suất, miễn là lãi suất lớn hơn 0. Kể từ năm 1973, cầu tiền được phát hiện là không ổn định, với nguồn gốc gây ra sự bất ổn định có thể là tốc độ đổi mới tài chính nhanh chóng. Vì hàm cầu tiền không ổn định và nhạy cảm với lãi suất, vận tốc không thể được coi là không đổi và không dễ dự đoán. Những kết luận này đã dẫn đến việc giảm trọng tâm vào cung tiền và tập trung nhiều hơn vào lãi suất trong việc điều hành chính sách tiền tệ.

THUẬT NGỮ QUAN TRỌNG

cầu tiền, 464
tài sản yếu thế, 473
phương trình trao đổi, 463
ràng buộc ngân sách của chính phủ, 468
siêu lạm phát, 470
phòng vệ lạm phát, 473
lý thuyết ưa thích thanh khoản, 470
bẫy thanh khoản, 474
lý thuyết tiền tệ, 462
tiền tệ hóa nợ, 469
công nghệ thanh toán, 471
in tiền để chi tiêu, 469
lý thuyết lượng tiền, 464
số dư tiền thực tế, 471
vận tốc của tiền, 463

CÂU HỎI

Tất cả các câu hỏi đều có trong **MyLab Economics** *tại* www.pearson.com/mylab/economics.

1. Bạn mong đợi tốc độ thường sẽ như thế nào trong suốt chu kỳ kinh doanh?
2. Nếu vận tốc và tổng sản lượng không đổi một cách hợp lý (như các nhà kinh tế học cổ điển đã tin tưởng), điều gì sẽ xảy ra với mức giá khi cung tiền tăng từ 1 nghìn tỷ đô la lên 4 nghìn tỷ đô la?
3. Nếu thẻ tín dụng bị luật pháp quốc hội coi là bất hợp pháp, điều gì sẽ xảy ra với tốc độ? Giải thích câu trả lời của bạn.
4. "Nếu GDP danh nghĩa tăng, tốc độ phải tăng." Tuyên bố này đúng, sai hay không chắc chắn? Giải thích câu trả lời của bạn.
5. Tại sao một ngân hàng trung ương lại lo lắng về thâm hụt ngân sách dai dẳng, dài hạn?

6. "Thâm hụt ngân sách liên tục luôn dẫn đến lạm phát cao hơn." Tuyên bố này đúng, sai hay không chắc chắn? Giải thích câu trả lời của bạn.
7. Tại sao một ngân hàng trung ương có thể chọn tiền tệ hóa nợ, dù biết rằng nó có thể dẫn đến lạm phát cao hơn?
8. Hãy xem xét hai ngân hàng trung ương: một ngân hàng có lịch sử duy trì ổn định giá cả và lạm phát thấp, và ngân hàng còn lại có lịch sử lạm phát cao và quản lý lạm phát kém. Tất cả những yếu tố khác bằng nhau, nếu mức thâm hụt ngân sách của chính phủ được tiền tệ hóa ở cả hai quốc gia như nhau, thì lạm phát có khả năng sẽ như thế nào ở mỗi quốc gia?
9. Một số công nghệ thanh toán yêu cầu cơ sở hạ tầng (ví dụ: người bán cần có quyền truy cập vào máy quẹt thẻ tín dụng). Trong lịch sử hầu hết các nước đang phát triển cơ sở hạ tầng này chưa tồn tại hoặc rất tốn kém. Tuy nhiên, gần đây các hệ thống thanh toán di động đã mở rộng nhanh chóng ở các nước đang phát triển vì chúng ngày càng rẻ hơn. Với mọi thứ khác như nhau, bạn mong đợi thành phần giao dịch của cầu tiền sẽ tăng hay giảm ở một nước đang phát triển so với một nước giàu?
10. Keynes đã xem xét ba động cơ nào để nắm giữ tiền trong lý thuyết ưa thích thanh khoản về cầu tiền thực tế? Trên cơ sở của những động cơ này, ông nghĩ những biến số nào quyết định cầu tiền?
11. Ở nhiều quốc gia, người dân giữ tiền như một tấm đệm cho những nhu cầu bất ngờ nảy sinh từ nhiều tình huống tiềm ẩn khác nhau (ví dụ như khủng hoảng ngân hàng, thiên tai, vấn đề sức khỏe, thất nghiệp, v.v.) mà thị trường bảo hiểm thường không bao trùm. Giải thích ảnh hưởng của hành vi đó đối với thành phần dự phòng của cầu tiền.
12. Tại sao phân tích của Keynes về cầu tiền đầu cơ lại quan trọng đối với quan điểm của ông rằng vận tốc sẽ trải qua những biến động đáng kể và do đó không thể được coi là không đổi?
13. Theo lý thuyết danh mục đầu tư về cầu tiền, bốn yếu tố quyết định cầu tiền là gì? Những thay đổi nào trong những yếu tố này có thể làm tăng cầu tiền?
14. Giải thích các sự kiện sau sẽ ảnh hưởng như thế nào đến cầu tiền theo lý thuyết danh mục đầu tư về cầu tiền:

    a. Nền kinh tế trải qua một chu kỳ kinh doanh thu hẹp.

    b. Phí môi giới giảm, làm các giao dịch trái phiếu rẻ hơn.

    c. Thị trường chứng khoán sụp đổ. (Gợi ý: Hãy xem xét cả sự gia tăng biến động giá cổ phiếu sau sự sụp đổ của thị trường và sự giảm sút tài sản của những người nắm giữ cổ phiếu.)
15. Giả sử một quốc gia nhất định đã có tỷ lệ lạm phát thấp và ổn định trong một thời gian khá dài, nhưng sau đó lạm phát tăng lên và trong thập kỷ qua là tương đối cao và khá khó lường. Giải thích môi trường lạm phát mới này sẽ ảnh hưởng như thế nào đến cầu tiền theo lý thuyết danh mục đầu tư về cầu tiền. Điều gì sẽ xảy ra nếu chính phủ quyết định phát hành chứng khoán chống lạm phát?
16. Xem xét lý thuyết lựa chọn danh mục đầu tư về cầu tiền. Bạn nghĩ nhu cầu về tiền sẽ bị ảnh hưởng như thế nào trong thời kỳ siêu lạm phát (tức là tỷ lệ lạm phát hàng tháng vượt quá 50%)?
17. Cả các lý thuyết lựa chọn danh mục đầu tư và lý thuyết Keynes về cầu tiền đều cho rằng khi tỷ suất sinh lợi kỳ vọng tương đối của tiền giảm xuống, thì cầu về tiền sẽ giảm. Tại sao phương pháp lựa chọn danh mục đầu tư dự đoán rằng cầu tiền bị ảnh hưởng bởi những thay đổi của lãi suất? Tại sao Keynes cho rằng cầu tiền bị ảnh hưởng bởi những thay đổi của lãi suất?
18. Tại sao quan điểm của Keynes về cầu tiền cho rằng vận tốc là không thể đoán trước?
19. Bằng chứng nào được sử dụng để đánh giá mức độ ổn định của hàm cầu tiền? Bằng chứng cho thấy điều gì về sự ổn định của cầu tiền, và kết luận này đã ảnh hưởng như thế nào đến việc hoạch định chính sách tiền tệ?
20. Giả sử rằng biểu đồ giá trị của M2 và GDP danh nghĩa của một quốc gia nhất định trong vòng 40 năm cho thấy rằng hai biến này có quan hệ rất chặt chẽ với nhau. Đặc biệt, biểu đồ về tỷ lệ của chúng (GDP/M2 danh nghĩa) mang lại các giá trị rất ổn định và dễ dự đoán. Trên cơ sở bằng chứng này, bạn có khuyến nghị rằng các cơ quan quản lý tiền tệ của nước này tiến hành chính sách tiền tệ bằng cách tập trung chủ yếu vào cung tiền hơn là tập trung vào ấn định lãi suất? Giải thích.

BÀI TẬP ÁP DỤNG

Tất cả các bài tập áp dụng đều có trong MyLab Economics tại www.pearson.com/mylab/economics.

21. Giả sử cung tiền M đang tăng ở mức 10% mỗi năm và GDP danh nghĩa, PY, đang tăng ở mức 20% mỗi năm. Dữ liệu như sau (tính bằng tỷ đô la):

	2018	**2019**	**2020**
M	100	110	121
PY	1.000	1.200	1.440

Tính vận tốc mỗi năm. Vận tốc lớn dần với tốc độ nào?

22. Tính toán điều gì xảy ra với GDP danh nghĩa nếu vận tốc không đổi là 5 và cung tiền tăng từ 200 tỷ đô la lên 300 tỷ đô la.
23. Điều gì xảy ra với GDP danh nghĩa nếu cung tiền tăng 20% nhưng vận tốc giảm 30%?
24. Nếu vận tốc và tổng sản lượng không đổi lần lượt ở mức 5 và 1.000 tỷ đô la, điều gì sẽ xảy ra với mức giá nếu cung tiền giảm từ 400 tỷ đô la xuống 300 tỷ đô la?
25. Suppose the liquidity preference function is given by

$$L(i,Y) = \frac{Y}{8} = -1.000i$$

Sử dụng phương trình cầu tiền cùng với bảng giá trị sau để tính vận tốc cho mỗi thời kỳ.

	Giai đoạn 1	**Giai đoạn 2**	**Giai đoạn 3**	**Giai đoạn 4**	**Giai đoạn 5**	**Giai đoạn 6**	**Giai đoạn 7**
Y (tỷ đô la)	12.000	12.500	12.250	12.500	12.800	13.000	13.200
Lãi suất	0,05	0,07	0,03	0,05	0,07	0,04	0,06

BÀI TẬP PHÂN TÍCH DỮ LIỆU

Các bài tập được cập nhật bằng dữ liệu thời gian thực trong MyLab Economics và có thể dùng để thực hành hoặc để làm bài tập lớn.

1. Truy cập cơ sở dữ liệu FRED của Cục Dự trữ Liên bang St. Louis và tìm dữ liệu về Kho tiền M1 (M1SL), Vận tốc tiền tệ M1 (M1V) và GDP thực tế (GDPC1). Chuyển đổi chuỗi dữ liệu M1SL thành " quarterly " bằng cách sử dụng cài đặt tần suất và đối với cả ba chuỗi, hãy sử dụng cài đặt "Percent Change from Year Ago" cho các đơn vị.
   a. Tính phần trăm thay đổi trung bình trong GDP thực, lượng tiền M1 và vận tốc kể từ năm 2000: Q1.
   b. Dựa trên câu trả lời của bạn cho phần (a), hãy tính tỷ lệ lạm phát trung bình kể từ năm 2000 theo dự đoán của lý thuyết lượng tiền.
   c. Tiếp theo, tìm dữ liệu về chỉ số giá giảm phát GDP (GDPDEF), tải xuống dữ liệu bằng cách sử dụng cài đặt "Percent Change from Year Ago" và tính tỷ lệ lạm phát trung bình kể từ năm 2000: Q1. Nhận xét về giá trị liên quan đến câu trả lời của bạn trong phần (b).
2. Truy cập cơ sở dữ liệu FRED của Cục Dự trữ Liên bang St. Louis và tìm dữ liệu về thâm hụt ngân sách (FYFSD), số nợ liên bang do công chúng nắm giữ (FYGFD-PUN) và số nợ liên bang do Cục Dự trữ Liên bang nắm giữ (FDHBFRBN). Chuyển đổi hai chuỗi " debt held " thành "Annual" sử dụng cài đặt tần suất. Tải xuống cả ba chuỗi vào một bảng tính. Đảm bảo rằng các hàng dữ liệu sắp xếp đúng theo ngày tháng. Lưu ý rằng đối với chuỗi thâm hụt, một số âm cho biết thâm hụt; nhân chuỗi với −1 để số thâm hụt được biểu thị bằng một số dương. Thao tác với ba chuỗi để tất cả dữ liệu được đưa ra theo cùng một đơn vị (hàng triệu hoặc hàng tỷ đô la). Để làm điều này, nếu một chuỗi có hàng triệu và bạn đang chuyển nó thành hàng tỷ, hãy chia chuỗi cho 1.000.

Cuối cùng, đối với mỗi năm, chuyển hai chuỗi " debt held" " thành một chuỗi "changes in debt holdings by the public and the Federal Reserve" bằng cách tính toán, cho mỗi năm, sự khác biệt trong việc nắm giữ trái phiếu so với năm trước.

a. Tạo biểu đồ phân tán thể hiện mức thâm hụt trên trục hoành và sự thay đổi trong việc nắm giữ trái phiếu của công chúng trên trục tung, sử dụng dữ liệu từ năm 1980 đến thời kỳ gần đây nhất của dữ liệu có sẵn. Chèn một đường thẳng vừa vặn vào biểu đồ phân tán và nhận xét về mối quan hệ giữa thâm hụt và sự thay đổi trong việc nắm giữ trái phiếu công.

b. Tạo biểu đồ phân tán thể hiện thâm hụt trên trục hoành và sự thay đổi trong việc nắm giữ trái phiếu của Cục Dự trữ Liên bang trên trục tung, sử dụng dữ liệu từ năm 1980 đến thời kỳ gần đây nhất của dữ liệu có sẵn. Chèn một đường thẳng vừa vặn vào biểu đồ phân tán và nhận xét về mối quan hệ giữa thâm hụt và sự thay đổi nắm giữ trái phiếu của Cục Dự trữ Liên bang.

c. Bây giờ lặp lại phần (b), nhưng tạo các biểu đồ phân tán riêng biệt cho giai đoạn 1980 đến 2007 và 2008 đến năm gần đây nhất. Nhận xét về cách thức kiếm tiền từ khoản nợ được hiển thị trong dữ liệu. Bạn có nghĩ rằng mối quan hệ giữa thâm hụt và sự thay đổi trong việc nắm giữ trái phiếu của Cục Dự trữ Liên bang đã thay đổi kể từ năm 2008? Tại sao hoặc tại sao không?

BÀI TẬP WEB

1. Irving Fisher đã phát triển lý thuyết lượng tiền cổ điển về tiền một cách rõ ràng nhất . Truy cập https: // en.wikipedia.org/wiki/Irving_Fisher và viết một bản tóm tắt dài một trang về cuộc đời và những đóng góp của ông.

2. Wikipedia có một tài khoản chi tiết về các đợt siêu lạm phát ở một số quốc gia trong suốt lịch sử. Truy cập trang tại https://en.wikipedia.org/wiki/Hyperinflation#Notable_hyperinflationary_episodes. Quốc gia nào có giai đoạn siêu lạm phát tồi tệ nhất? Quốc gia nào có đợt siêu lạm phát gần đây nhất?

TRANG WEB THAM KHẢO

https://en.wikipedia.org/wiki/Hyperinflation_in_Zimbabwe
Một thảo luận về siêu lạm phát ở Zimbabwe.

https://en.wikipedia.org/wiki/John_Maynard_Keynes
Tiểu sử của John Maynard Keynes.

20 Đường *IS*

Mục tiêu học tập

- Liệt kê bốn thành phần của tổng cầu (hoặc chi tiêu theo kế hoạch).
- Liệt kê và mô tả các yếu tố quyết định bốn thành phần của tổng cầu (hoặc chi tiêu theo kế hoạch).
- Tìm trạng thái cân bằng của thị trường hàng hóa.
- Mô tả lý do tại sao đường *IS* dốc xuống và tại sao nền kinh tế hướng đến trạng thái cân bằng trên thị trường hàng hóa.
- Liệt kê các yếu tố làm thay đổi đường *IS* và mô tả cách chúng làm dịch chuyển đường *IS*.

Giới thiệu

Trong Đại khủng hoảng những năm 1930, tổng sản lượng giảm đột ngột 30%, và tỷ lệ thất nghiệp tăng lên 25%. Mặc dù cuộc suy thoái 2007-2009 không quá nghiêm trọng, nhưng sự thu hẹp hoạt động kinh tế làm thất nghiệp tăng lên hơn 10%. Để hiểu tại sao những thu hẹp trong hoạt động kinh tế như thế này lại xảy ra, các nhà kinh tế sử dụng khái niệm *tổng cầu*, là tổng sản lượng được cầu trong nền kinh tế. Khái niệm này được John Maynard Keynes phát triển trong cuốn sách mang tính cách mạng của ông, *Lý thuyết Tổng quát về Việc làm, Lãi suất và Tiền tệ*, xuất bản năm 1936, trong đó ông lập luận rằng những thay đổi ngắn hạn trong tổng sản lượng, chẳng hạn như sự sụt giảm sản lượng xảy ra trong Đại Khủng hoảng, được quyết định bởi những thay đổi trong tổng cầu. Khái niệm tổng cầu là yếu tố trung tâm trong *mô hình tổng cầu - tổng cung (AD/AS)*, mô hình kinh tế vĩ mô cơ bản được sử dụng để giải thích những biến động ngắn hạn của tổng sản lượng.

Trong chương này, chúng ta phát triển nền móng đầu tiên để hiểu tổng cầu, đường *IS*, mô tả mối quan hệ giữa lãi suất thực và tổng sản lượng khi thị trường hàng hóa và dịch vụ (được gọi đơn giản hơn là *thị trường hàng hóa*) ở trạng thái cân bằng. Ta bắt đầu bằng cách xây dựng đường *IS* và sau đó tiếp tục giải thích những yếu tố khiến đường *IS* dịch chuyển. Khi hiểu rõ về đường *IS*, ta có thể tìm hiểu lý do tại sao lại xảy ra các biến động trong hoạt động kinh tế và gói kích thích tài khóa năm 2009 ảnh hưởng đến nền kinh tế như thế nào. Sau đó, trong chương tiếp theo, ta sử dụng đường *IS* để hiểu vai trò của chính sách tiền tệ trong các biến động kinh tế.

CHI TIÊU THEO KẾ HOẠCH VÀ TỔNG CẦU

Phân tích bắt đầu bằng cách thảo luận về khái niệm **chi tiêu theo kế hoạch**, là tổng số tiền mà các hộ gia đình, doanh nghiệp, chính phủ và người nước ngoài muốn chi cho hàng hóa và dịch vụ sản xuất trong nước. Ngược lại, *chi tiêu thực tế* là số tiền mà các chủ thể này thực sự chi ra, bằng tổng sản lượng được tạo ra trong nền kinh tế. Lưu ý rằng tất cả các phân tích trong chương này đề cập đến chi tiêu theo điều kiện thực, nghĩa là theo lượng vật chất thực tế của hàng hóa và dịch vụ. Keynes coi **tổng cầu**, tổng sản lượng được cầu trong nền kinh tế, bằng chi tiêu theo kế hoạch. Như bạn sẽ thấy ngay sau đây, chi tiêu theo kế hoạch – cùng với đó là tổng cầu - giải thích mức tổng sản lượng khi thị trường hàng hóa ở trạng

thái cân bằng, tức là khi tổng cầu hàng hóa và dịch vụ bằng với lượng hàng hóa và dịch vụ thực tế được sản xuất.

Tổng cầu (chi tiêu theo kế hoạch) là tổng của bốn loại chi tiêu:

1. **Chi tiêu tiêu dùng** (C), tổng cầu của hàng hóa và dịch vụ tiêu dùng (ví dụ: hamburger, iPhone, đi nghe nhạc rock, khám chữa bệnh, v.v.)
2. **Chi đầu tư theo kế hoạch** (I), tổng chi tiêu theo kế hoạch của các doanh nghiệp cho vốn vật chất mới (ví dụ: máy móc, máy tính, nhà xưởng), cộng với chi tiêu theo kế hoạch cho nhà ở mới
3. **Mua sắm của chính phủ** (G), chi tiêu của tất cả các cấp chính phủ cho hàng hóa và dịch vụ (ví dụ: tàu sân bay, tiền lương của nhân viên chính phủ, hành chính), không bao gồm trợ cấp (là sự phân phối lại thu nhập từ người này sang người khác)
4. **Xuất khẩu ròng** (NX), chi tiêu ròng của nước ngoài cho hàng hóa và dịch vụ trong nước, bằng xuất khẩu trừ nhập khẩu

Chúng ta biểu diễn tổng cầu (Y^{ad}) qua phương trình sau:

$$Y^{ad} = C + I + G + NX \tag{1}$$

CÁC THÀNH PHẦN CỦA TỔNG CẦU

Để hiểu yếu tố quyết định tổng cầu (tổng chi tiêu theo kế hoạch) trong nền kinh tế, hãy xem xét chi tiết từng thành phần của nó.

Chi tiêu tiêu dùng

Điều gì quyết định số tiền bạn chi tiêu cho hàng hóa và dịch vụ tiêu dùng? Thu nhập của bạn có thể là yếu tố quan trọng nhất; nếu thu nhập tăng lên, rất có thể bạn sẽ sẵn sàng chi tiêu nhiều hơn. Keynes cũng lập luận tương tự rằng chi tiêu tiêu dùng có liên quan đến **thu nhập khả dụng** (ký hiệu là Y_D), là tổng thu nhập sẵn sàng cho chi tiêu, bằng tổng sản lượng Y trừ đi thuế $T(Y - T)$.[1]

Hàm tiêu dùng Keynes gọi mối quan hệ giữa thu nhập khả dụng Y_D và chi tiêu tiêu dùng C là **hàm tiêu dùng**, và biểu thị nó như sau:

$$C = \overline{C} + mpc \times Y_D \tag{2}$$

hay cách khác,

$$C = \overline{C} + mpc \times (Y - T) \tag{3}$$

Thuật ngữ $\overline{C}$ thể hiện **chi tiêu tiêu dùng tự định**, là lượng chi tiêu tiêu dùng **ngoại sinh** (độc lập với các biến trong mô hình, ví dụ như thu nhập khả dụng). Tiêu dùng tự định chịu ảnh hưởng bởi sự lạc quan của người tiêu dùng về thu nhập tương lai và sự giàu có của hộ gia đình, cả hai đều có tương quan cùng chiều với chi tiêu tiêu dùng.

Thuật ngữ *mpc* (**marginal propensity to consume**), xu hướng tiêu dùng cận biên, phản ánh sự thay đổi trong chi tiêu tiêu dùng từ 1 đô la thu nhập khả dụng tăng thêm.

[1]Chính xác hơn, thuế T là thuế trừ đi các khoản trợ cấp ròng (các khoản chi trả của chính phủ cho các hộ gia đình và doanh nghiệp, trên thực tế, là thuế âm). Thanh toán An sinh Xã hội và thanh toán bảo hiểm thất nghiệp là các ví dụ về trợ cấp của chính phủ.

Đọc thêm **Ý nghĩa của từ *Đầu tư***

Các nhà kinh tế sử dụng từ *đầu tư* hơi khác so với những người khác. Khi một ai đó nói rằng họ đang đầu tư, họ thường để cập đến việc mua cổ phiếu hoặc trái phiếu phổ thông, là những khoản mua không gắn với hàng hóa và dịch vụ được sản xuất mới. Nhưng khi các nhà kinh tế nói đến chi tiêu đầu tư, họ đang để cập đến việc mua các tài sản vật chất mới, chẳng hạn như máy móc mới hoặc nhà mới - những khoản mua sắm làm tăng tổng cầu.

Keynes giả định rằng *mpc* là hằng số giữa các giá trị 0 và 1. Ví dụ: nếu thu nhập khả dụng tăng 1 đô la dẫn đến chi tiêu tiêu dùng tăng 0,6 đô la thì *mpc* = 0,6.

Chi đầu tư theo kế hoạch

Chi đầu tư là một thành phần quan trọng khác của tổng chi tiêu. Có hai loại chi đầu tư: *cố định* và *hàng tồn kho*. (Lưu ý rằng cách sử dụng từ *đầu tư* của các nhà kinh tế khác với cách sử dụng hàng ngày của thuật ngữ này, như giải thích trong hộp Đọc thêm.)

Đầu tư cố định **Đầu tư cố định** là chi tiêu theo kế hoạch của các công ty vào thiết bị (máy móc, máy tính, máy bay) và công trình (nhà máy, cao ốc văn phòng, trung tâm mua sắm), cộng với chi tiêu theo kế hoạch cho nhà ở dân cư mới.

Đầu tư hàng tồn kho **Đầu tư hàng tồn kho** là việc các công ty chi tiêu để nắm giữ thêm nguyên vật liệu thô, các linh kiện và thành phẩm, được tính bằng sự thay đổi của lượng nắm giữ các mặt hàng này trong một khoảng thời gian nhất định - chẳng hạn như một năm.

Đầu tư hàng tồn kho là thành phần đầu tư nhỏ hơn nhiều so với đầu tư cố định. Chúng ta thảo luận chi tiết về đầu tư hàng tồn kho ở đây vì nó đóng một vai trò quan trọng trong việc xác định tổng sản lượng. Để minh họa, hãy xem xét các tình huống sau:

1. Giả sử rằng Ford Motor Company có 100.000 ô tô đang ở trong kho nhà máy của mình vào ngày 31 tháng 12 năm 2019, sẵn sàng được chuyển đến các đại lý. Nếu mỗi chiếc ô tô có giá bán buôn là 20.000 đô la thì Ford có lượng hàng tồn kho trị giá 2 tỷ đô la. Nếu tính đến ngày 31 tháng 12 năm 2020, lượng ô tô tồn kho của công ty tăng lên 150.000 xe, với giá trị 3 tỷ đô la, thì đầu tư vào hàng tồn kho của họ vào năm 2020 là 1 tỷ đô la, là *sự thay đổi* của tồn kho trong cả năm (3 tỷ đô la Năm 2020 trừ 2 tỷ đô la vào năm 2019).
2. Thay vào đó, giả sử rằng đến ngày 31 tháng 12 năm 2020, lượng ô tô tồn kho của Ford đã giảm xuống còn 50.000 chiếc, với giá trị là 1 tỷ đô la. Đầu tư vào hàng tồn kho của công ty vào năm 2020 lúc này là - 1 tỷ đô la, là *sự thay đổi* về mức độ hàng tồn kho của họ trong suốt cả năm (1 tỷ đô la vào năm 2020 trừ đi 2 tỷ đô la vào năm 2019).
3. Ford sẽ có thêm đầu tư cho hàng tồn kho nếu mức nguyên liệu và phụ tùng mà họ nắm giữ để sản xuất những chiếc xe này tăng lên trong suốt cả năm. Nếu vào ngày 31 tháng 12 năm 2019, họ giữ 50 triệu đô la thép được sử dụng để sản xuất ô tô và vào ngày 31 tháng 12 năm 2020, họ nắm giữ 100 triệu đô la thép thì họ có thêm 50 triệu đô la đầu tư hàng tồn kho vào năm 2020.

Một đặc điểm quan trọng của đầu tư hàng tồn kho là một số khoản đầu tư vào hàng tồn kho có thể không phải là đầu tư theo kế hoạch (ngược lại, đầu tư cố định luôn trong kế hoạch). Giả sử Ford có thêm 1 tỷ đô la ô tô vào ngày 31 tháng 12 năm 2020 là vì hãng đã bán ít hơn 1 tỷ đô la ô tô so với dự kiến vào năm 2020. Khoản đầu tư 1 tỷ đô la vào hàng tồn kho vào năm 2020 không nằm trong kế hoạch. Trong tình hình này, Ford đang sản xuất nhiều xe hơn mức có thể bán, và hãng sẽ cắt giảm sản lượng để tránh tích tụ hàng tồn đọng. Hành động điều chỉnh sản xuất để loại bỏ đầu tư hàng tồn kho ngoài kế hoạch có vai trò quan trọng trong xác định tổng sản lượng, như chúng ta sẽ thấy.

Chi tiêu đầu tư theo kế hoạch và lãi suất thực Chi tiêu đầu tư theo kế hoạch, một thành phần của tổng cầu Y^{ad}, bằng đầu tư cố định theo kế hoạch cộng với lượng đầu tư hàng tồn kho mà các công ty đã *lên kế hoạch*. Keynes coi mức lãi suất thực của các khoản đầu tư là yếu tố quyết định chính của chi tiêu đầu tư theo kế hoạch.

Để hiểu lập luận của Keynes, cần hiểu rằng các doanh nghiệp sẽ đầu tư vào vốn vật chất (máy móc và nhà xưởng) khi họ kỳ vọng kiếm được từ vốn vật chất nhiều hơn so với chi phí lãi suất của khoản vay để tài trợ cho đầu tư. Khi lãi suất thực tế cho các khoản đầu tư là cao - giả sử ở mức 10% - sẽ có ít các khoản đầu tư mới vào vốn vật chất có thể kiếm được nhiều hơn chi phí lãi suất 10% của các quỹ đi vay, và do đó chi tiêu đầu tư theo kế hoạch sẽ thấp. Khi lãi suất thực tế cho các khoản đầu tư thấp - chẳng hạn 1% - nhiều khoản đầu tư vào vốn vật chất có thể kiếm được nhiều hơn chi phí lãi suất 1% của các quỹ đi vay. Do đó, khi lãi suất thực tế cho các khoản đầu tư và chi phí đi vay thấp, các doanh nghiệp kinh doanh có nhiều khả năng thực hiện đầu tư vào vốn vật chất hơn và chi tiêu đầu tư theo kế hoạch sẽ tăng lên.

Ngay cả khi một công ty có quỹ thặng dư và không cần phải đi vay để thực hiện đầu tư vào vốn vật chất, chi tiêu đầu tư theo kế hoạch của công ty vẫn sẽ bị ảnh hưởng bởi lãi suất thực cho các khoản đầu tư. Thay vì đầu tư vào vốn vật chất, công ty có thể mua một trái phiếu doanh nghiệp. Nếu lãi suất thực của chứng khoán này cao - giả sử là 10% - thì chi phí cơ hội (thu nhập lãi đã bị bỏ qua) của một khoản đầu tư vào vốn vật chất sẽ cao. Khi đó, chi tiêu đầu tư theo kế hoạch sẽ thấp, bởi vì công ty có thể thích mua chứng khoán và kiếm được lợi nhuận cao 10% hơn là đầu tư vào vốn vật chất. Khi lãi suất thực tế cho các khoản đầu tư và chi phí cơ hội của việc đầu tư giảm xuống - ví dụ, xuống 1% - chi tiêu đầu tư theo kế hoạch sẽ tăng lên bởi vì các khoản đầu tư vào vốn vật chất có khả năng mang lại thu nhập lớn hơn cho công ty so với 1% có thể kiếm được từ đầu tư vào chứng khoán.

Đầu tư theo kế hoạch và kỳ vọng của doanh nghiệp Keynes cũng tin rằng chi tiêu đầu tư theo kế hoạch bị ảnh hưởng nhiều bởi kỳ vọng của doanh nghiệp về tương lai. Các doanh nghiệp lạc quan về cơ hội sinh lợi trong tương lai sẵn sàng chi tiêu nhiều hơn, trong khi các doanh nghiệp bi quan cắt giảm chi tiêu của họ. Vì vậy, Keynes đặt ra một thành phần của chi tiêu đầu tư theo kế hoạch, mà ông gọi là **đầu tư tự định**, $\bar{I}$, hoàn toàn ngoại sinh và do đó không thể được giải thích bởi các biến trong mô hình của ông, chẳng hạn như sản lượng hoặc lãi suất.

Keynes tin rằng những thay đổi trong chi tiêu tự định bị chi phối bởi những biến động ngoại sinh không ổn định trong chi tiêu đầu tư theo kế hoạch, những biến động đó lại chịu tác động từ những sóng cảm xúc lạc quan và bi quan - những yếu tố ông gọi là **"animal spirits"***. Quan điểm của Keynes được minh họa bởi sự sụt giảm chi tiêu đầu tư trong thời kỳ Đại Khủng hoảng, mà ông coi là lý do chính của suy thoái kinh tế.

* *Animal spirits* là từ do Keynes sử dụng, thể hiện những hành động mang tính bản năng và cảm tính của con người. Nói một cách nôm na, nó là kết quả của việc người ta cảm thấy thế nào (lạc quan hay bi quan) chứ không phải là từ các phân tích lý trí. Chúng ta có thể dịch là cảm xúc bản năng, hoặc tinh thần động vật, nhưng có lẽ để nguyên gốc vẫn là hay nhất.

Hàm đầu tư Kết hợp hai yếu tố tác động tới đầu tư mà Keynes lý thuyết hóa ở trên, chúng ta có thể rút ra một hàm đầu tư mô tả liên hệ giữa chi tiêu đầu tư theo kế hoạch với đầu tư tự định và lãi suất thực của đầu tư. Chúng ta viết hàm này như sau:

$$I = \overline{I} - dr_i \qquad (4)$$

trong đó d là tham số phản ánh mức nhạy cảm của đầu tư đối với lãi suất thực của đầu tư, được ký hiệu là r_i.

Tuy nhiên, lãi suất thực của đầu tư không chỉ phản ánh lãi suất thực r của các công cụ nợ ngắn hạn, an toàn, do ngân hàng trung ương kiểm soát, mà còn phản ánh cả **ma sát tài chính**, ký hiệu là $\overline{f}$, gây ra bởi các rào cản đối với hoạt động hiệu quả của thị trường tài chính, được thêm vào chi phí vay thực. (Chúng ta đã thảo luận chi tiết về nguồn gốc của những ma sát này—các vấn đề lựa chọn bất lợi và rủi ro đạo đức—trong Chương 8.) Ma sát tài chính khiến người cho vay khó xác định mức độ tín nhiệm của người đi vay. Người cho vay cần tính lãi suất cao hơn để tự bảo vệ mình trước khả năng người đi vay không thể trả lại khoản vay, dẫn đến tăng *chênh lệch tín dụng*, là chênh lệch giữa lãi suất cho doanh nghiệp vay và lãi suất của tài sản tuyệt đối an toàn. Do đó, ma sát tài chính làm tăng thêm lãi suất thực cho các khoản đầu tư và chúng ta có thể viết:

$$r_i = r + \overline{f} \qquad (5)$$

Thay vào Phương trình 4, chi phí đi vay thực tế từ Phương trình 5 sẽ mang lại:

$$I = \overline{I} - d(r + \overline{f}) \qquad (6)$$

Phương trình 6 cho biết rằng đầu tư tương quan dương với sự lạc quan trong kinh doanh được thể hiện bằng đầu tư tự định và tương quan âm với lãi suất thực và ma sát tài chính.

Mua sắm và Thuế của Chính phủ

Bây giờ chúng ta thêm chính phủ vào bức tranh. Chính phủ tác động đến tổng cầu theo hai cách: thông qua mua sắm và thông qua thuế.

Mua sắm của Chính phủ Như bạn đã thấy trong Công thức 1: phương trình tổng cầu, mua sắm của chính phủ được cộng trực tiếp vào tổng cầu. Ở đây, chúng ta giả định rằng các giao dịch mua của chính phủ là ngoại sinh và chúng ta viết các giao dịch mua của chính phủ như sau:

$$G = \overline{G} \qquad (7)$$

Công thức 7 cho biết rằng các giao dịch mua của chính phủ được đặt ở mức cố định $\overline{G}$.

Thuế Như đã thảo luận trước đó, chính phủ tác động đến chi tiêu thông qua thuế bởi vì thu nhập khả dụng bằng thu nhập trừ thuế, $Y - T$, và thu nhập khả dụng ảnh hưởng đến chi tiêu tiêu dùng. Thuế T cao hơn làm giảm thu nhập khả dụng đối với một mức thu nhập nhất định và do đó làm giảm chi tiêu tiêu dùng. Luật thuế ở một quốc gia như Hoa Kỳ rất

phức tạp, vì vậy để giữ cho mô hình đơn giản, chúng ta giả định rằng thuế của chính phủ là ngoại sinh và có giá trị ở mức cố định $\overline{T}$:[2]

$$T = \overline{T} \tag{8}$$

Xuất khẩu ròng

Giống như chi tiêu đầu tư theo kế hoạch, ta có thể coi xuất khẩu ròng được tạo thành từ hai thành phần: *xuất khẩu ròng tự định* và phần xuất khẩu ròng bị ảnh hưởng bởi sự thay đổi của lãi suất thực.

Lãi suất thực và Xuất khẩu ròng Lãi suất thực ảnh hưởng đến lượng xuất khẩu ròng thông qua **tỷ giá hối đoái**. Hãy nhớ lại rằng tỷ giá hối đoái là giá của một đồng tiền, chẳng hạn như đồng đô la, tính theo một đồng tiền khác, chẳng hạn, đồng euro.[3] Chúng ta đã xây dựng mô hình giải thích mối liên hệ giữa tỷ giá hối đoái và lãi suất thực trong Chương 17, nhưng ở đây mối liên hệ này sẽ chỉ được phác thảo đơn giản. Khi lãi suất thực của Hoa Kỳ tăng, tài sản đô la Mỹ kiếm được lợi nhuận cao hơn so với tài sản nước ngoài. Sau đó, mọi người muốn giữ nhiều đô la hơn, vì vậy họ định giá một đô la cao hơn và tăng giá trị tương đối của nó so với giá trị của các đồng tiền khác. Do đó, lãi suất thực của Hoa Kỳ tăng dẫn đến giá trị đồng đô la cao hơn.

Đồng đô la tăng giá khiến hàng hóa xuất khẩu của Hoa Kỳ tính bằng ngoại tệ đắt hơn, do đó người nước ngoài sẽ mua ít hàng hóa Mỹ xuất khẩu hơn, làm giảm xuất khẩu ròng. Giá trị đồng đô la tăng cũng làm cho hàng hóa nước ngoài rẻ hơn tính theo đô la, do đó nhập khẩu của Hoa Kỳ sẽ tăng lên, cũng làm giảm xuất khẩu ròng. Vì vậy chúng ta thấy rằng sự gia tăng lãi suất thực, dẫn đến sự gia tăng giá trị của đồng đô la, lại dẫn đến sự sụt giảm trong xuất khẩu ròng.

Xuất khẩu ròng tự định Lượng xuất khẩu cũng bị ảnh hưởng bởi nhu cầu của người nước ngoài đối với hàng hóa trong nước, trong khi lượng nhập khẩu bị ảnh hưởng bởi nhu cầu của người dân trong nước đối với hàng hóa nước ngoài. Ví dụ, nếu người Trung Quốc gặp vụ mùa kém và muốn mua thêm lúa mì của Hoa Kỳ, xuất khẩu của Mỹ sẽ tăng. Nếu nền kinh tế Brazil bùng nổ, thì người Brazil sẽ có nhiều tiền hơn để chi tiêu cho hàng hóa của Hoa Kỳ, và xuất khẩu của Hoa Kỳ sẽ tăng lên. Mặt khác, nếu người tiêu dùng Hoa Kỳ phát hiện ra rượu vang Chile ngon như thế nào và muốn mua nhiều hơn, thì nhập khẩu của Hoa Kỳ sẽ tăng lên. Do đó, chúng ta có thể coi xuất khẩu ròng được xác định bởi lãi suất thực tế cũng như bởi một thành phần được gọi là **xuất khẩu ròng tự định**, $\overline{NX}$, là mức xuất khẩu ròng được coi là ngoại sinh (ngoài mô hình).[4]

[2]Để đơn giản, ở đây chúng ta giả định rằng thuế không liên quan đến thu nhập. Tuy nhiên, vì thuế tăng theo thu nhập, chúng ta có thể mô tả thuế thực tế hơn với hàm thuế sau:

$$T = \overline{T} + tY$$

Việc sử dụng phương trình này thay cho Phương trình 9 trong biến đổi Phương trình 12 ở phần sau của chương sẽ dẫn đến việc *mpc* được thay thế bằng *mpc (1 - t)* trong Phương trình 12.

[3]Nếu một chính phủ neo tỷ giá hối đoái với đồng tiền của quốc gia khác, để cố định tỷ giá trong chế độ tỷ giá hối đoái cố định (xem Chương 18), thì lãi suất thực không ảnh hưởng trực tiếp đến xuất khẩu ròng như trong Công thức 9 và NX= $\overline{NX}$. Việc rút bớt phản ứng của xuất khẩu ròng với lãi suất thực không thay đổi phân tích cơ bản của chương nhưng dẫn đến một Phương trình 12 hơi khác ở phần sau của chương.

[4]Tổng sản lượng nước ngoài nằm ngoài mô hình, và do đó ảnh hưởng của nó đối với xuất khẩu ròng là ngoại sinh và do đó là một yếu tố ảnh hưởng đến xuất khẩu ròng tự định. Sản lượng nội địa của Hoa Kỳ, Y, cũng có thể ảnh hưởng đến xuất khẩu ròng vì thu nhập khả dụng trong nước lớn hơn sẽ làm tăng chi tiêu cho nhập khẩu và do đó sẽ làm giảm xuất khẩu ròng. Để tích hợp hệ số này vào đường IS, chúng ta có thể sửa đổi hàm xuất ròng được cho trong Công thức 9 như sau:

$$NX = \overline{NX} - xr - iY$$

trong đó *i* là xu hướng chi tiêu biên cho nhập khẩu. Sự thay đổi này sẽ dẫn đến việc sửa đổi Phương trình 12 ở phần sau của chương, trong đó thuật ngữ *mpc* sẽ được thay thế bằng *mpc - i*.

Hàm xuất khẩu ròng Ghép hai thành phần này của xuất khẩu ròng lại với nhau, chúng ta có một hàm xuất khẩu ròng:

$$NX = \overline{NX} - xr \quad (9)$$

trong đó x là tham số cho biết xuất khẩu ròng phản ứng như thế nào với lãi suất thực. Phương trình này cho chúng ta biết rằng xuất khẩu ròng có quan hệ cùng chiều với xuất khẩu ròng tự định và có liên quan hệ ngược chiều với mức lãi suất thực tế.

CÂN BẰNG THỊ TRƯỜNG HÀNG HÓA

Keynes thấy rằng trạng thái cân bằng sẽ xảy ra trong nền kinh tế khi tổng lượng sản lượng bằng tổng lượng cầu (chi tiêu theo kế hoạch). Nghĩa là,

$$Y = Y^{ad} \quad (10)$$

Khi điều kiện cân bằng này được thoả mãn, chi tiêu theo kế hoạch cho hàng hoá và dịch vụ bằng với lượng được sản xuất. Các nhà sản xuất có thể bán tất cả sản lượng của họ và không có lý do gì để thay đổi mức sản xuất của mình, bởi vì không phải đầu tư hàng tồn kho ngoài kế hoạch. Khi tìm hiểu các yếu tố ảnh hưởng đến từng thành phần của chi tiêu theo kế hoạch, chúng ta có thể hiểu tại sao tổng sản lượng lại đạt đến một mức nhất định.

Giải bài toán cân bằng thị trường hàng hóa

Với sự hiểu biết về các yếu tố đằng sau các thành phần của tổng cầu, chúng ta có cách xác định tổng sản lượng bằng Công thức 1, phương trình tổng cầu, để viết lại điều kiện cân bằng được đưa ra trong Phương trình 10 như sau:

$$Y = C + I + G + NX \quad (11)$$

tổng sản lượng = chi tiêu tiêu dùng + chi tiêu đầu tư theo kế hoạch
+ mua sắm của chính phủ + xuất khẩu ròng

Giờ đây, chúng ta có thể sử dụng các hàm tiêu dùng, đầu tư và xuất khẩu ròng trong Phương trình 3, 6 và 7, cùng với Phương trình 8 và 9, để xác định tổng sản lượng. Thay tất cả các phương trình này vào điều kiện cân bằng ở phương trình 11 sẽ thu được kết quả sau:

$$Y = \overline{C} + mpc \times (Y - \overline{T}) + \overline{I} - d(r + \overline{f}) + \overline{G} + \overline{NX} - xr$$

Thực hiện biến đổi, chúng ta có thể viết lại phương trình này như sau:

$$Y = \overline{C} + \overline{I} - d\overline{f} + \overline{G} + \overline{NX} + mpc \times Y - mpc \times \overline{T} - (d + x)r$$

Trừ $mpc \times Y$ cho cả hai vế của phương trình, ta có

$$Y - mpc \times Y = Y(1 - mpc) = \overline{C} + \overline{I} - d\overline{f} + \overline{G} + \overline{NX} - mpc \times \overline{T} - (d + x)r$$

Sau đó, chia cả hai vế của phương trình cho *1 - mpc*, chúng ta thu được một phương trình cho biết cách xác định tổng sản lượng khi thị trường hàng hóa ở trạng thái cân bằng:[5]

$$Y = \left[\overline{C} + \overline{I} - d\overline{f} + \overline{G} + \overline{NX} - mpc \times \overline{T}\right] \times \frac{1}{1-mpc} - \frac{d+x}{1-mpc} \times r \qquad (12)$$

Xây dựng đường *IS*

Chúng ta gọi phương trình 12 là **đường *IS***, và nó cho thấy mối quan hệ giữa tổng sản lượng và lãi suất thực khi thị trường hàng hóa ở trạng thái cân bằng. Phương trình 12 được tạo thành từ hai thành phần. Vì *mpc* nằm trong khoảng từ 0 đến 1, 1/(1 - *mpc*) là số dương, vì vậy thành phần đầu tiên cho chúng ta biết rằng sự gia tăng trong tiêu dùng tự định, đầu tư, mua sắm của chính phủ hoặc xuất khẩu ròng, hoặc giảm thuế hoặc ma sát tài chính, dẫn tới sự tăng sản lượng ở mọi mức lãi suất thực cho trước. Nói cách khác, thành phần đầu tiên cho chúng ta biết về sự thay đổi của đường *IS*. Thành phần thứ hai cho chúng ta biết rằng việc tăng lãi suất thực dẫn đến giảm sản lượng, điều này có thể được thể hiện dưới dạng chuyển động dọc theo đường *IS*.

HIỂU ĐƯỜNG *IS*

Để hiểu sâu hơn về đường *IS*, ta sẽ đi theo một số bước. Bước đầu tiên là tìm hiểu bản chất của đường *IS*, và sau đó chúng ta thảo luận một ví dụ số. Sau đó, phần sau phác thảo các yếu tố làm thay đổi đường *IS*.

Đường *IS* cho chúng ta biết điều gì: Nhìn từ bản chất

Đường *IS* nối những điểm làm thị trường hàng hóa ở trạng thái cân bằng. Đối với mỗi mức lãi suất thực nhất định, đường *IS* cho chúng ta biết mức tổng sản lượng cần thiết để thị trường hàng hóa ở trạng thái cân bằng. Khi lãi suất thực tăng, chi tiêu đầu tư theo kế hoạch và xuất khẩu ròng giảm, do đó làm giảm tổng cầu; tổng sản lượng phải thấp hơn để bằng tổng cầu và thoả mãn trạng thái cân bằng của thị trường hàng hoá. Do đó, đường *IS* dốc xuống.

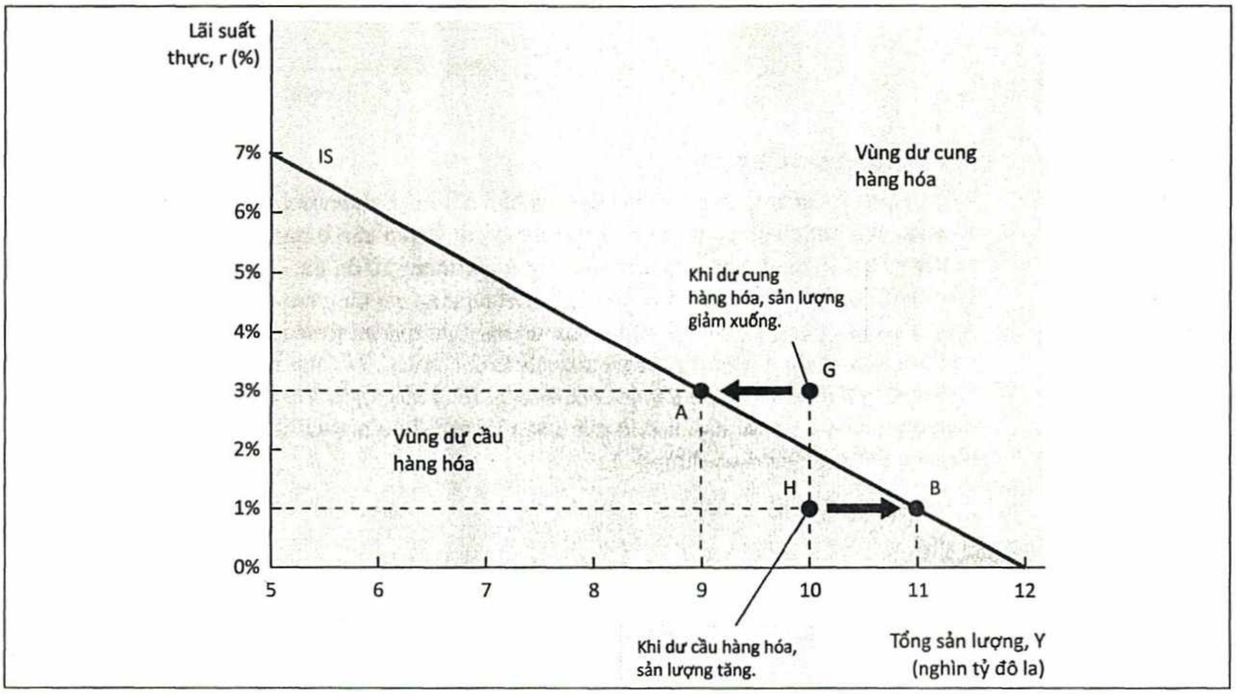
Đường *IS* cho chúng ta biết điều gì: Ví dụ số

Chúng ta có thể phân tích đường *IS* bằng ví dụ số sau đây, với các giá trị cụ thể của các biến ngoại sinh và các tham số trong Phương trình 12.

$$\overline{C} = 1{,}4 \text{ nghìn tỷ đô la}$$
$$\overline{I} = 1{,}2 \text{ nghìn tỷ đô la}$$
$$\overline{G} = 3{,}0 \text{ nghìn tỷ đô la}$$
$$\overline{T} = 3{,}0 \text{ nghìn tỷ đô la}$$
$$\overline{NX} = 1{,}3 \text{ nghìn tỷ đô la}$$
$$\overline{f} = 1$$
$$mpc = 0{,}6$$
$$d = 0{,}3$$
$$x = 0{,}1$$

[5]Lưu ý rằng thành phần 1/(1 - *mpc*) nhân với $\overline{G}$ được gọi là *số nhân chi tiêu* và thành phần - *mpc* / (1 - *mpc*) nhân với $\overline{T}$ được gọi là *số nhân thuế*. Số nhân thuế có giá trị tuyệt đối nhỏ hơn số nhân chi tiêu vì *mpc* < 1

MyLab Economics Bài giảng Mini



HÌNH 1 Đường IS

Đường IS thể hiện các điểm làm thị trường hàng hóa ở trạng thái cân bằng - ví dụ, điểm A và B, và có độ dốc âm. Lưu ý rằng sản lượng cần phải thay đổi để đưa thị trường trở lại trạng thái cân bằng. Ví dụ, tại điểm G trong khu vực tô màu cam, sẽ dư cung hàng hóa và các công ty sẽ cắt giảm sản xuất, giảm tổng sản lượng xuống mức cân bằng tại điểm A. Tại điểm H trong khu vực tô màu xanh lam, sẽ dư cầu hàng hóa, do đó, các công ty sẽ tăng sản lượng và tổng sản lượng sẽ tăng về mức cân bằng tại điểm B.

Sử dụng các giá trị này, chúng ta có thể viết lại phương trình 12 như sau:

$$Y = [1,4 + 1,2 - 0,3 + 3,0 + 1,3 - 0,6 \times 3,0] \times \frac{1}{1-0,6} - \frac{0,3+0,1}{1-0,6} \times r$$

Đưa các giá trị này vào Phương trình 12 sẽ thu được phương trình của đường *IS* được hiển thị trong Hình 1:

$$Y = \frac{0,48}{0,4} - \frac{0,4}{0,4} \times r = 12 - r \tag{13}$$

Với lãi suất thực là $r = 3\%$, sản lượng cân bằng Y bằng 12 nghìn tỷ đô la - 3 nghìn tỷ đô la = 9 nghìn tỷ đô la. Chúng ta vẽ biểu đồ kết hợp giữa lãi suất thực và sản lượng cân bằng như điểm A trong Hình 1. Với lãi suất thực là $r = 1\%$, sản lượng cân bằng Y bằng 12 nghìn tỷ đô la - 1 nghìn tỷ đô la = 11 nghìn tỷ đô la, chúng ta vẽ tại điểm B. Đường nối các điểm này là đường *IS* và như bạn có thể thấy, nó dốc xuống.

Tại sao nền kinh tế hướng tới trạng thái cân bằng

Khái niệm trạng thái cân bằng chỉ hữu ích nếu nền kinh tế có xu hướng ổn định ở đó. Đầu tiên chúng ta hãy xem xét điều gì sẽ xảy ra nếu nền kinh tế nằm ở bên phải đường *IS* (vùng màu cam), nơi dư cung hàng hóa. Trong Hình 1 tại điểm G, sản lượng thực tế cao hơn tổng cầu và các công ty bị ứ hàng tồn kho chưa bán được. Để tránh tích trữ hàng hóa tồn đọng, các công ty sẽ tiếp tục cắt giảm sản lượng. Khi sản xuất còn trên mức cân bằng, sản lượng sẽ vượt quá tổng cầu và các công ty sẽ tiếp tục cắt giảm sản lượng, đưa tổng sản lượng về mức cân bằng, như được chỉ ra bởi mũi tên sang trái từ điểm G đến điểm A. Chỉ khi nền kinh tế chuyển sang điểm A nằm trên đường *IS* mới không có xu hướng thay đổi sản lượng nữa.

Điều gì xảy ra nếu tổng sản lượng thấp hơn mức cân bằng của sản lượng (vùng màu xanh lam ở bên trái của đường *IS*), nơi dư cầu hàng hóa? Tại điểm H trong Hình 1, sản lượng thực tế thấp hơn tổng cầu, vì vậy các công ty sẽ muốn tăng sản lượng vì hàng tồn kho đang giảm nhiều hơn mức họ mong muốn, và tổng sản lượng sẽ tăng, như được thể hiện bằng mũi tên sang phải. Khi nền kinh tế đã di chuyển đến điểm B trên đường *IS*, sản lượng sẽ không có xu hướng thay đổi nữa.

CÁC YẾU TỐ LÀM DỊCH CHUYỂN ĐƯỜNG *IS*

Bây giờ bạn đã biết rằng đường *IS* mô tả các điểm cân bằng trên thị trường hàng hóa — sự kết hợp giữa lãi suất thực và sản lượng cân bằng. Đường *IS* dịch chuyển bất cứ khi nào xảy ra thay đổi trong các yếu tố tự định (các yếu tố không phụ thuộc vào tổng sản lượng và lãi suất thực). Lưu ý rằng sự thay đổi của lãi suất thực có ảnh hưởng đến tổng sản lượng cân bằng chỉ gây ra *chuyển động dọc theo* đường *IS*. Ngược lại, sự *dịch chuyển* của đường *IS* xảy ra khi sản lượng cân bằng thay đổi ở mỗi mức *lãi suất thực nhất định*.

Phương trình 12 đã xác định sáu yếu tố tự định có thể làm thay đổi tổng cầu và do đó ảnh hưởng đến mức sản lượng cân bằng. Mặc dù Phương trình 12 trực tiếp cho biết các yếu tố này dịch chuyển đường *IS* như thế nào, chúng ta sẽ phân tích thêm về cách mỗi yếu tố tự định tác động tới đường *IS*.

Thay đổi trong mua sắm của chính phủ

Hãy xem điều gì sẽ xảy ra nếu mua sắm của chính phủ tăng từ 3 nghìn tỷ đô la lên 4 nghìn tỷ đô la trong Hình 2. IS_1 đại diện cho cùng đường *IS* đã xây dựng trong Hình 1. Chúng ta xác định phương trình cho IS_2 bằng cách thay giá trị 4 nghìn tỷ đô la vào Công thức 12:

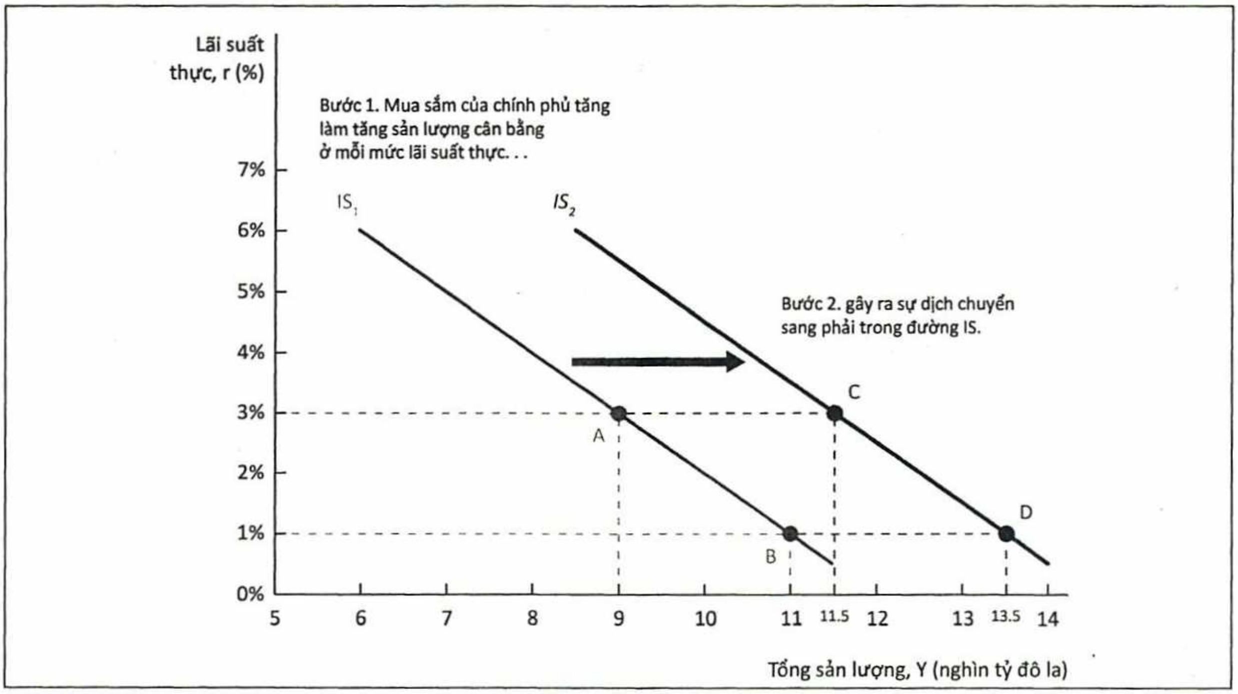
$$Y = [1,4 + 1,2 - 0,3 + 4,0 + 1,3 - 0,6 \times 3,0] \times \frac{1}{1 - 0,6} - \frac{0,3 + 0,1}{1 - 0,6} \times r$$

$$= \frac{5,8}{0,4} - r = 14,5 - r$$

Trên cơ sở các kết quả này, với lãi suất thực là r = 3%, sản lượng cân bằng Y bằng 14,5 nghìn tỷ đô la - 3 nghìn tỷ đô la = 11,5 nghìn tỷ đô la, là điểm C trên Hình 2. Với lãi suất thực là r = 1%, sản lượng cân bằng đã tăng lên Y = 14,5 nghìn tỷ đô la - 1 nghìn tỷ đô la = 13,5 nghìn tỷ đô la, là điểm *D*. Do đó, sự gia tăng mua sắm của chính phủ làm dịch chuyển đường *IS* sang phải từ IS_1 sang IS_2.

Ta có thể thấy một cách trực quan tại sao sự gia tăng mua sắm của chính phủ dẫn đến sự dịch chuyển sang phải của đường *IS* vì sự gia tăng mua sắm của chính phủ làm cho tổng

MyLab Economics Bài giảng Mini



HÌNH 2 Sự dịch chuyển của Đường *IS* do Gia tăng Mua sắm của Chính phủ

IS_1 đại diện cho đường *IS* trong Hình 1. IS_2 phản ánh mức tăng 1,0 nghìn tỷ đô la mua sắm của chính phủ. Sự gia tăng mua sắm của chính phủ làm cho tổng sản lượng tăng lên, làm dịch chuyển đường *IS* sang phải 2,5 nghìn tỷ đô la tại mỗi mức lãi suất thực, từ IS_1 đến IS_2.

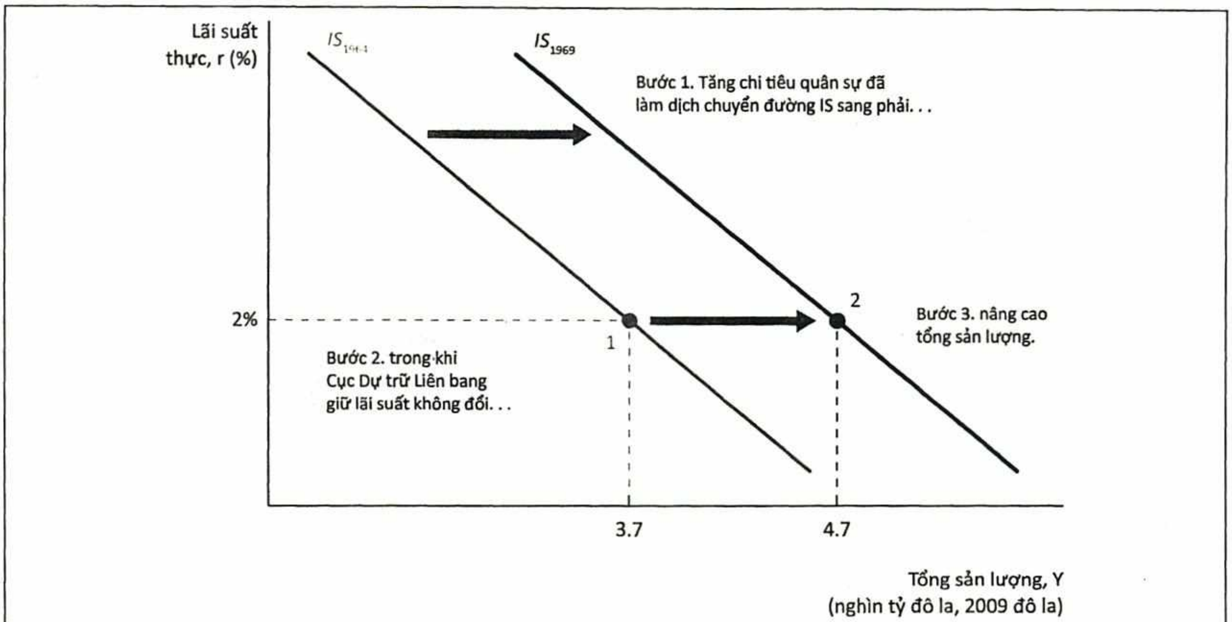
cầu tăng lên ở mọi mức lãi suất thực cho trước. Do tổng sản lượng bằng tổng cầu khi thị trường hàng hóa ở trạng thái cân bằng, ***sự gia tăng mua sắm của chính phủ làm cho tổng cầu tăng lên cũng làm cho sản lượng cân bằng tăng lên, do đó làm đường IS dịch chuyển sang phải. Ngược lại, việc mua sắm của chính phủ giảm làm cho tổng cầu giảm xuống ở mọi mức lãi suất thực cho trước cho trước và làm đường IS dịch chuyển sang trái.***

ỨNG DỤNG Quá trình tích tụ trong chiến tranh Việt Nam, 1964–1969

Sự can thiệp của Hoa Kỳ vào Việt Nam bắt đầu leo thang đầu những năm 1960. Sau năm 1964, Hoa Kỳ tiến hành một cuộc chiến tranh toàn diện. Bắt đầu từ năm 1965, chi tiêu quân sự tăng lên đã làm mua sắm của chính phủ tăng mạnh. Khi mua sắm của chính phủ tăng nhanh chóng, các ngân hàng trung ương thường sẽ tăng lãi suất thực tế để giữ cho nền kinh tế không quá nóng. Tuy nhiên, thời kỳ Chiến tranh Việt Nam không bình thường ở chỗ Cục Dự trữ Liên bang quyết định giữ nguyên lãi suất thực tế. Do đó, giai đoạn này cung cấp một ví dụ tuyệt vời về cách các nhà hoạch định chính sách có thể sử dụng phân tích đường *IS* để cung cấp thông tin chính sách.

Sự gia tăng mua sắm của chính phủ đã làm dịch chuyển đường *IS* sang phải, từ IS_{1964} đến IS_{1969} trong Hình 3. Do Cục Dự trữ Liên bang quyết định giữ lãi suất thực không đổi

MyLab Economics Bài giảng Mini



HÌNH 3 **Tích tụ trong chiến tranh Việt Nam**

Sự gia tăng chi tiêu quân sự bắt đầu từ năm 1965 khiến đường IS chuyển từ IS_{1964} sang IS_{1969}. Do Cục Dự trữ Liên bang quyết định giữ lãi suất thực không đổi ở mức 2% trong thời gian này, sản lượng cân bằng đã tăng từ 3,7 nghìn tỷ đô la (theo đô la 2009) vào năm 1964 lên 4,7 nghìn tỷ đô la vào năm 1969, tạo tiền đề cho sự gia tăng lạm phát.

ở mức 2% trong thời gian này, sản lượng cân bằng đã tăng từ 3,7 nghìn tỷ đô la (theo đô la năm 2009) năm 1964 lên 4,7 nghìn tỷ đô la vào năm 1969, với tỷ lệ thất nghiệp giảm đều đặn từ 5% năm 1964 xuống 3,4% năm 1969. Tuy nhiên, tất cả đều không tốt cho nền kinh tế: Sự kết hợp của việc gia tăng mua sắm của chính phủ và lãi suất thực không đổi đã khiến nền kinh tế phát triển quá nóng dẫn đến lạm phát cao. (Chúng ta sẽ thảo luận về mối liên hệ giữa một nền kinh tế phát triển quá nóng và lạm phát trong các chương tới.) •

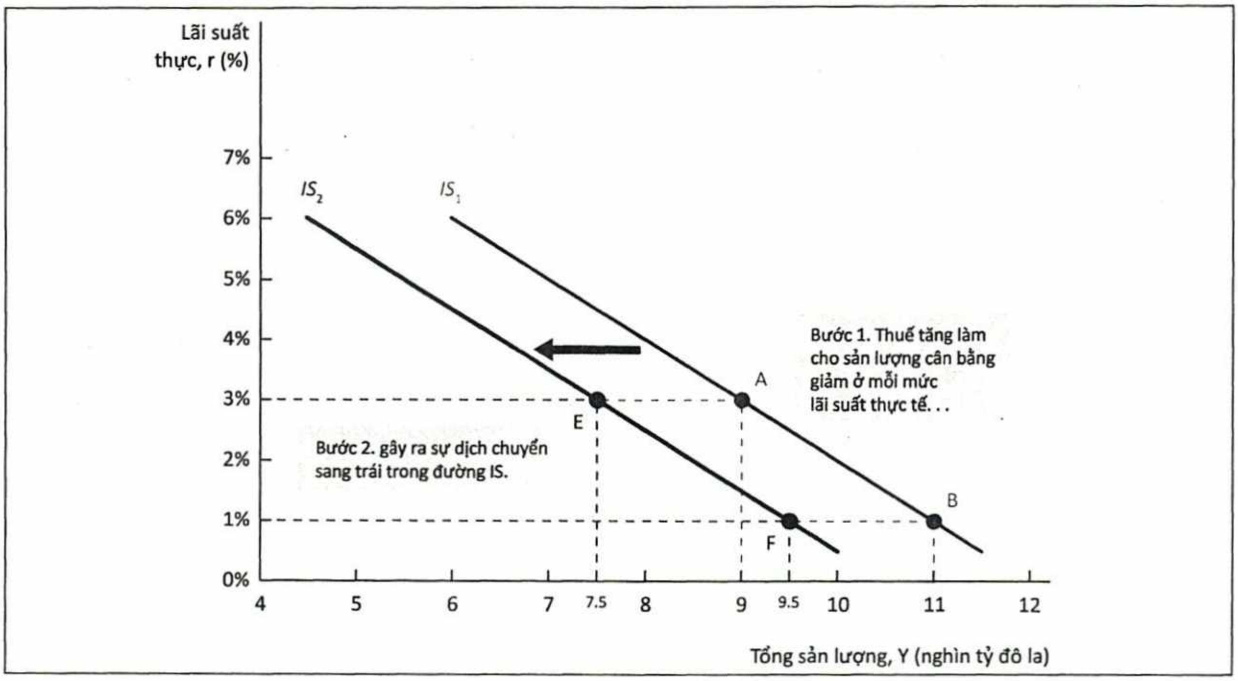
Thay đổi của thuế

Bây giờ hãy nhìn vào Hình 4 để xem điều gì sẽ xảy ra nếu chính phủ tăng thuế từ 3 nghìn tỷ Đô la lên 4 nghìn tỷ Đô la. IS_1 đại diện cho đường IS đã xây dựng trong Hình 1. Chúng ta xác định phương trình cho IS_2 bằng cách thay thế giá trị 4 nghìn tỷ đô la vào Công thức 12:

$$Y = [1,4 + 1,2 - 0,3 + 4,0 + 1,3 - 0,6 \times 4,0] \times \frac{1}{1-0,6} - \frac{0,3+0,1}{1-0,6} \times r$$

$$= \frac{4,2}{0,4} - r = 10,5 - r$$

MyLab Economics Bài giảng Mini



HÌNH 4 Sự thay đổi trong đường *IS* do tăng thuế

IS_1 đại diện cho đường IS trong Hình 1. IS_2 phản ánh mức tăng 1,0 nghìn tỷ đô la trong thu nhập từ thuế của chính phủ. Việc tăng thuế làm giảm mức tổng sản lượng 1,5 nghìn tỷ Đô la, làm dịch chuyển đường *IS* sang trái, từ IS_1 sang IS_2.

Ở mức lãi suất thực là $r = 3\%$, sản lượng cân bằng $Y = 10{,}5$ nghìn tỷ đô la - 3 nghìn tỷ đô la = 7,5 nghìn tỷ đô la, là điểm E trong Hình 4. Ở mức lãi suất thực này, sản lượng cân bằng đã giảm từ điểm A đến điểm E, được hiển thị bằng mũi tên sang trái. Tương tự, ở mức lãi suất thực là $r = 1\%$, sản lượng cân bằng đã giảm xuống $Y = 10{,}5$ nghìn tỷ đô la - 1 nghìn tỷ đô la = 9,5 nghìn tỷ đô la, gây ra sự dịch chuyển sang trái từ điểm B sang điểm F. Đường *IS* dịch chuyển sang trái, từ IS_1 lên IS_2, do tăng thuế.

Chúng ta có kết quả sau: ***Tại mọi mức lãi suất thực cho trước, việc tăng thuế làm cho tổng cầu và sản lượng cân bằng giảm xuống, do đó dịch chuyển đường IS sang trái. Ngược lại, việc cắt giảm thuế ở mọi mức lãi suất thực cho trước sẽ làm tăng thu nhập khả dụng và làm cho tổng cầu và sản lượng cân bằng tăng lên, làm dịch chuyển đường IS sang phải.***

Các nhà hoạch định chính sách sử dụng cả chính sách thuế và chính sách mua sắm của chính phủ để kích thích nền kinh tế khi nó bước vào thời kỳ suy thoái, được minh họa trong Ứng dụng sau.

ỨNG DỤNG Gói kích thích tài khóa năm 2009

Vào mùa thu năm 2008, nền kinh tế Mỹ rơi vào khủng hoảng. Vào thời điểm chính quyền Obama mới nhậm chức, tỷ lệ thất nghiệp đã tăng từ 4,7% ngay trước khi cuộc suy

thoái bắt đầu vào tháng 12 năm 2007 lên 7,6% vào tháng 1 năm 2009. Để kích thích nền kinh tế, chính quyền Obama đã đề xuất một gói kích thích tài khóa, khi được Quốc hội thông qua, gồm 288 tỷ đô la cắt giảm thuế cho các hộ gia đình và doanh nghiệp và 499 tỷ đô la tăng chi tiêu liên bang, bao gồm cả chi trợ cấp. Phân tích đường *IS* có thể cho thấy điều gì sẽ xảy ra với nền kinh tế?

Như các phân tích trong Hình 2 và Hình 4 chỉ ra, việc cắt giảm thuế và tăng chi tiêu này sẽ làm tăng tổng cầu, do đó nâng cao mức sản lượng cân bằng tại mọi mức lãi suất thực cho trước và do đó dịch chuyển đường *IS* sang phải. Tuy nhiên, mọi thứ đã không diễn ra đúng như kế hoạch của chính quyền Obama. Hầu hết các giao dịch mua sắm của chính phủ không có hiệu lực cho đến sau năm 2010, trong khi sự sụt giảm trong tiêu dùng tự định và đầu tư lớn hơn nhiều so với dự đoán. Kích thích tài chính đã bị trung hòa bởi yếu kém trong tiêu dùng và đầu tư gây ra bởi sự gia tăng ma sát tài chính và những lo lắng về nền kinh tế. Kết quả là, tổng cầu cuối cùng thu hẹp lại thay vì tăng và đường *IS* đã không dịch chuyển sang phải như mong đợi. Dù gói kích thích tài khóa có ý định tốt, tỷ lệ thất nghiệp cuối cùng đã tăng lên 10% vào năm 2009. Tuy nhiên, nếu không có gói kích thích tài khóa, đường *IS* có thể sẽ dịch chuyển sang trái nhiều hơn, dẫn đến tỷ lệ thất nghiệp nhiều hơn. ◆

Những thay đổi trong chi tiêu tự định

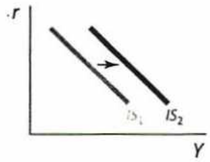
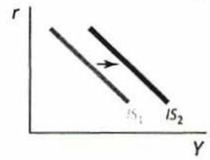
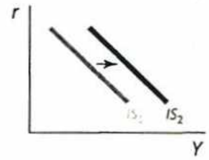
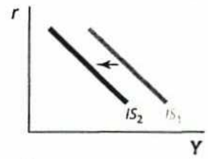
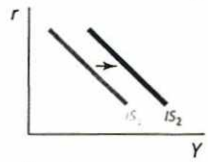
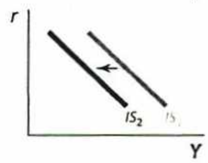
Như bạn có thể thấy từ Công thức 12, tiêu dùng, đầu tư và xuất khẩu ròng tự định - tương ứng là $\overline{C}$, $\overline{I}$ và $\overline{NX}$ - tất cả đều được nhân với thành phần $1/(1 - mpc)$ theo cùng cách với thành phần $\overline{G}$. Do đó, sự gia tăng của bất kỳ biến nào trong số này đều có tác động đối với đường *IS* tương tự như sự gia tăng mua sắm của chính phủ. Vì lý do này, có thể gộp các biến này lại với nhau thành **chi tiêu tự định**, là chi tiêu ngoại sinh không liên quan đến các biến trong mô hình như sản lượng hoặc lãi suất thực. Hãy tìm hiểu một cách trực quan những thay đổi trong từng biến này lần lượt ảnh hưởng đến đường *IS* như thế nào.

Tiêu dùng tự định Giả sử người tiêu dùng thấy rằng sự giàu có của họ đã tăng lên nhờ sự bùng nổ của thị trường chứng khoán hoặc họ ngày càng lạc quan về triển vọng thu nhập trong tương lai vì đã xảy ra một cú sốc năng suất dương đối với nền kinh tế. Cả hai sự kiện này đều tự định; nghĩa là chúng không bị ảnh hưởng bởi mức lãi suất thực. ***Sự gia tăng tiêu dùng tự định sẽ làm tăng tổng cầu và sản lượng cân bằng ở mọi mức lãi suất thực cho trước, làm dịch chuyển đường IS sang phải. Ngược lại, sự suy giảm trong chi tiêu tiêu dùng tự định sẽ làm cho tổng cầu và sản lượng cân bằng giảm xuống, làm dịch chuyển đường IS sang trái.***

Chi tiêu đầu tư tự định Trước đó trong chương, chúng ta đã biết rằng những thay đổi của lãi suất thực tế ảnh hưởng đến chi tiêu đầu tư theo kế hoạch và do đó mức sản lượng cân bằng. Sự thay đổi trong chi tiêu đầu tư này chỉ đơn thuần gây ra sự di chuyển dọc theo đường *IS*, không phải là sự dịch chuyển của đường. Sự gia tăng tự định trong chi tiêu đầu tư theo kế hoạch không liên quan đến lãi suất thực - chẳng hạn như do các công ty trở nên tự tin hơn về khả năng sinh lời đầu tư sau khi thị trường chứng khoán tăng - làm tăng tổng cầu. ***Do đó, sự gia tăng chi tiêu đầu tư tự định sẽ làm tăng sản lượng cân bằng ở mọi mức lãi suất thực cho trước, làm dịch chuyển đường IS sang phải. Mặt khác, chi tiêu đầu tư tự định giảm làm cho tổng cầu và sản lượng cân bằng giảm xuống, làm dịch chuyển đường IS sang trái.***

BẢNG TÓM TẮT 1

Sự thay đổi trong đường cong IS từ những thay đổi tự định trong $\overline{C}$, $\overline{I}$, $\overline{G}$, $\overline{T}$, NX, và $\overline{f}$

Biến	Thay đổi của biến	Dịch chuyển đường IS	Nguyên nhân
Chi tiêu tiêu dùng, $\overline{C}$	↑		C↑ Y↑
Đầu tư, $\overline{I}$	↑		I↑ Y↑
Chi tiêu chính phủ, $\overline{G}$	↑		G↑ Y↑
Thuế, $\overline{T}$	↑		T↑ ⇒C↓ Y↓
Xuất khẩu ròng tự định , $\overline{NX}$	↑		$\overline{NX}$↑ Y↑
Xung đột tài chính, $\overline{f}$	↑		I↓ Y↓

Lưu ý: Chỉ biến động tăng (↑) của các biến được hiển thị; tác động của việc giảm các biến đối với tổng sản lượng sẽ ngược lại với những tác động được chỉ ra trong hai cột cuối cùng.

Xuất khẩu ròng tự định Sự gia tăng xuất khẩu ròng tự định không liên quan đến lãi suất thực - chẳng hạn như do túi xách do Mỹ sản xuất trở nên sang trọng hơn túi xách do Pháp sản xuất, hoặc do các quốc gia khác bùng nổ kinh tế và do đó mua nhiều hàng hóa của Mỹ hơn - khiến tổng cầu tăng lên. ***Do đó, sự gia tăng tự định trong xuất khẩu ròng dẫn đến sự gia tăng sản lượng cân bằng ở mọi mức lãi suất thực cho trước và làm dịch chuyển đường IS sang phải. Ngược lại, xuất khẩu ròng tự định giảm làm cho tổng cầu và sản lượng cân bằng giảm, làm dịch chuyển đường IS sang trái.***

Những thay đổi trong ma sát tài chính

Sự gia tăng của ma sát tài chính, xảy ra trong cuộc khủng hoảng tài chính 2007-2009, làm tăng lãi suất thực tế của các khoản đầu tư và do đó khiến chi tiêu đầu tư và tổng cầu giảm. ***Sự gia tăng ma sát tài chính dẫn đến sự sụt giảm sản lượng cân bằng ở mọi mức lãi suất thực cho trước và dịch chuyển đường IS sang trái. Ngược lại, ma sát tài chính giảm làm cho tổng cầu và sản lượng cân bằng tăng lên, làm dịch chuyển đường IS sang phải.***

Tóm tắt các yếu tố làm thay đổi đường *IS*

Để hỗ trợ nghiên cứu, Bảng Tóm tắt 1 cho thấy mỗi yếu tố dịch chuyển đường *IS* như thế nào và lý do dịch chuyển xảy ra. Bây giờ khi đã hiểu đầy đủ về đường *IS*, chúng ta có thể sử dụng nền tảng này để xem xét mối quan hệ giữa chính sách tiền tệ và đường tổng cầu trong chương sau.

TÓM LƯỢC

1. Chi tiêu theo kế hoạch, tổng lượng cầu hàng hóa trong nền kinh tế cũng giống như tổng cầu, là tổng của bốn loại chi tiêu: chi tiêu dùng, chi đầu tư theo kế hoạch, mua sắm của chính phủ và xuất khẩu ròng. Chúng ta biểu diễn tổng cầu (Y^{ad}) với Công thức 1: $Y^{ad} = C + I + G + NX$.
2. Chi tiêu cho tiêu dùng được mô tả bằng hàm tiêu dùng, cho biết rằng chi tiêu cho tiêu dùng sẽ tăng khi thu nhập khả dụng tăng. Chi tiêu theo kế hoạch và tổng cầu có quan hệ ngược chiều với lãi suất thực vì lãi suất thực tăng làm giảm cả chi tiêu đầu tư theo kế hoạch và xuất khẩu ròng. Ma sát tài chính gia tăng làm tăng lãi suất thực tế của các khoản đầu tư và do đó làm giảm chi tiêu đầu tư theo kế hoạch và tổng cầu. Chính phủ cũng tác động đến chi tiêu theo kế hoạch thông qua chi tiêu, trực tiếp thay đổi tổng cầu hoặc thông qua thuế, tác động gián tiếp đến tổng cầu bằng cách ảnh hưởng đến thu nhập khả dụng và chi tiêu cho tiêu dùng.
3. Mức tổng sản lượng khi thị trường hàng hoá ở trạng thái cân bằng được xác định bởi điều kiện tổng sản lượng bằng tổng cầu.
4. Đường IS mô tả sự kết hợp giữa lãi suất thực và tổng sản lượng mà tại đó thị trường hàng hóa ở trạng thái cân bằng. Đường *IS* dốc xuống vì lãi suất thực tế cao hơn làm giảm chi tiêu đầu tư theo kế hoạch và xuất khẩu ròng và do đó sản lượng cân bằng thấp hơn.
5. Đường IS dịch chuyển sang phải khi có sự gia tăng trong tiêu dùng tự định, sự gia tăng trong đầu tư tự định, sự gia tăng mua sắm của chính phủ, sự gia tăng trong xuất khẩu ròng tự định, giảm thuế hoặc sự suy giảm trong ma sát tài chính. Các chuyển động của sáu yếu tố này theo hướng ngược lại sẽ dịch chuyển đường *IS* sang trái.

THUẬT NGỮ QUAN TRỌNG

tổng cầu, 480
"animal spirits", 483
chi tiêu tiêu dùng tự định, 481
đầu tư tự định, 483
xuất khẩu ròng tự định, 485
chi tiêu tự định, 493
chi tiêu tiêu dùng, 481
hàm tiêu dùng, 481
thu nhập khả dụng, 481
tỷ giá hối đoái, 484
ngoại sinh, 481
ma sát tài chính, 484
đầu tư cố định, 482
mua sắm của chính phủ, 481
đầu tư hàng tồn kho, 482
Đường *IS*, 486
xu hướng tiêu dùng biên, 481
xuất khẩu ròng, 481
chi tiêu theo kế hoạch, 480
chi tiêu đầu tư theo kế hoạch, 481

CÂU HỎI

Tất cả các câu hỏi đều có trong **MyLab Economics** *tại* www.pearson.com/mylab/economics.

1. "Khi thị trường chứng khoán tăng, chi tiêu đầu tư tăng." Tuyên bố này đúng, sai hay không chắc chắn? Giải thích câu trả lời của bạn.
2. Tại sao đầu tư vào tồn kho được tính là một phần của tổng chi tiêu nếu nó không thực sự được bán cho người dùng cuối cùng?
3. "Vì việc lưu giữ hàng tồn kho có thể tốn kém, nên đầu tư hàng tồn kho theo kế hoạch của các công ty phải bằng 0 và các công ty chỉ nên tăng hàng tồn kho thông qua việc tích lũy hàng tồn kho ngoài kế hoạch." Tuyên bố này đúng, sai hay không chắc chắn? Giải thích câu trả lời của bạn.
4. Trong và sau cuộc khủng hoảng tài chính 2007-2009, đầu tư theo kế hoạch đã giảm đáng kể mặc dù lãi suất thực tế đã giảm đáng kể. Những yếu tố nào liên quan đến hàm đầu tư theo kế hoạch có thể giải thích điều này?
5. Nếu các hộ gia đình và doanh nghiệp tin rằng nền kinh tế sẽ suy thoái trong tương lai, thì điều này có nhất thiết gây ra suy thoái hay có bất kỳ tác động nào đến sản lượng không?
6. Tại sao lãi suất thực tế tăng lại dẫn đến xuất khẩu ròng giảm và ngược lại?
7. Giá nhà giảm hoặc giá chứng khoán giảm sẽ ảnh hưởng đến đường *IS* như thế nào?
8. Nếu các công ty đột nhiên trở nên lạc quan hơn về khả năng sinh lợi của đầu tư và chi tiêu đầu tư theo kế hoạch tăng 100 tỷ đô la, trong khi người tiêu dùng trở nên bi quan hơn và chi tiêu tiêu dùng tự định giảm 100 tỷ đô la, thì điều gì sẽ xảy ra với tổng sản lượng?
9. Nếu mức tăng chi tiêu tiêu dùng tự định được kết hợp với mức tăng thuế tương đương, thì tổng sản lượng sẽ tăng hay giảm?
10. Nếu sự thay đổi của lãi suất thực không ảnh hưởng đến chi tiêu đầu tư theo kế hoạch hoặc xuất khẩu ròng, điều này ngụ ý gì về độ dốc của đường *IS*?
11. Hàng tồn kho thường bắt đầu tăng từ đầu suy thoái và bắt đầu giảm khi gần kết thúc suy thoái. Điều này nói gì về mối quan hệ giữa chi tiêu theo kế hoạch và tổng sản lượng trong chu kỳ kinh doanh?
12. Tại sao các công ty cắt giảm sản lượng khi họ thấy khoản đầu tư vào hàng tồn kho ngoài kế hoạch của họ lớn hơn 0? Nếu họ không cắt giảm sản lượng, điều này sẽ ảnh hưởng gì đến lợi nhuận của họ? Tại sao?
13. "Các công ty sẽ tăng sản lượng khi đầu tư theo kế hoạch nhỏ hơn tổng đầu tư (thực tế)." Tuyên bố này đúng, sai hay không chắc chắn? Giải thích câu trả lời của bạn.
14. Trong mỗi trường hợp sau đây, hãy xác định xem đường *IS* dịch chuyển sang phải hay trái, không dịch chuyển hoặc không xác định theo hướng dịch chuyển.

    a. Lãi suất thực tăng.

    b. Xu hướng tiêu dùng biên giảm.

    c. Ma sát tài chính gia tăng.

    d. Tiêu dùng tự định giảm.

    e. Cả thuế và chi tiêu của chính phủ đều giảm một lượng như nhau.

    f. Độ nhạy của xuất khẩu ròng đối với những thay đổi của lãi suất thực giảm.

    g. Chính phủ ưu đãi thuế cho các chương trình nghiên cứu và phát triển cho các doanh nghiệp.
15. "Ma sát tài chính không phải là vấn đề đối với nền kinh tế, vì chúng không ảnh hưởng đến lãi suất chính sách an toàn do ngân hàng trung ương kiểm soát." Tuyên bố này đúng, sai hay không chắc chắn? Giải thích câu trả lời của bạn.
16. Khi Cục Dự trữ Liên bang giảm lãi suất chính sách, đường *IS* bị ảnh hưởng như thế nào? Giải thích ngắn gọn.
17. Giả sử bạn đọc được tin triển vọng tăng trưởng kinh tế mạnh hơn trong tương lai khiến đồng đô la mạnh lên và giá cổ phiếu tăng.

    a. Đồng đô la mạnh lên có ảnh hưởng gì đến đường *IS*?

    b. Sự gia tăng giá cổ phiếu có ảnh hưởng gì đến đường *IS*?

    c. Tác động tổng hợp của hai sự kiện này lên đường *IS* là gì?

BÀI TẬP ÁP DỤNG

Tất cả các bài tập áp dụng đều có trong **MyLab Economics** *tại* www.pearson.com/mylab/economics.

18. Tính giá trị của hàm tiêu dùng ở mỗi mức thu nhập trong bảng sau nếu tiêu dùng tự định = 300, thuế 200 và *mpc* 0.9.

Thu nhập Y	Thu nhập khả dụng Y_D	Tiêu dùng C
0		
100		
200		
300		
400		
500		
600		

19. Giả sử rằng tiêu dùng tự định là 1,625 tỷ đô la và thu nhập khả dụng là 11,500 tỷ đô la. Tính toán chi tiêu tiêu dùng nếu thu nhập khả dụng tăng thêm 1.000 đô la dẫn đến chi tiêu tiêu dùng tăng 750 đô la.

20. Giả sử Dell có 20.000 máy tính trong kho vào ngày 31 tháng 12 năm 2019, sẵn sàng để xuất xưởng (mỗi máy tính trị giá 500 đô la). Đến ngày 31 tháng 12 năm 2020, Dell có 25.000 máy tính sẵn sàng xuất xưởng, mỗi chiếc trị giá 450 đô la.
    a. Tính toán tồn kho của Dell vào ngày 31 tháng 12 năm 2019.
    b. Tính toán đầu tư hàng tồn kho của Dell năm 2020.
    c. Điều gì xảy ra với chi tiêu hàng tồn kho trong giai đoạn đầu của suy thoái kinh tế?

21. Nếu hàm tiêu dùng là $C = 100 + 0{,}75Y_D$, $I = 200$, chi tiêu của chính phủ là 200 và xuất khẩu ròng bằng 0, thì mức sản lượng cân bằng sẽ là bao nhiêu? Điều gì sẽ xảy ra với tổng sản lượng nếu chi tiêu của chính phủ tăng 100?

22. Nếu xu hướng tiêu dùng biên là 0,75, thì chi tiêu của chính phủ sẽ phải tăng lên bao nhiêu để tăng sản lượng thêm 1.000 tỷ đô la? Thuế cần giảm bao nhiêu để tăng sản lượng thêm 1.000 tỷ đô la?

23. Giả sử cả thuế và chi tiêu của chính phủ đều tăng cùng một lượng, hãy suy ra một biểu thức cho tác động lên sản lượng cân bằng.

24. Một nền kinh tế được mô tả như sau:
    $\bar{C} = 3{,}25$ nghìn tỷ đô la
    $\bar{I} = 1{,}3$ nghìn tỷ đô la
    $\bar{G} = 3{,}5$ nghìn tỷ đô la
    $\bar{T} = 3{,}0$ nghìn tỷ đô la
    $\overline{NX} = -1{,}0$ nghìn tỷ đô la
    $\bar{f} = 1$
    $mpc = 0{,}75$
    $d = 0{,}3$
    $x = 0{,}1$
    a. Xây dựng các công thức đơn giản cho hàm tiêu dùng, hàm đầu tư và hàm xuất khẩu ròng.
    b. Tìm biểu thức cho đường *IS*.
    c. Nếu lãi suất thực là $r = 2$, thì sản lượng cân bằng là bao nhiêu? Nếu $r = 5$, sản lượng cân bằng là bao nhiêu?
    d. Vẽ đồ thị của đường *IS* cho thấy các câu trả lời từ phần (c) ở trên.
    e. Nếu mua sắm của chính phủ tăng lên 4,2 nghìn tỷ đô la, điều gì sẽ xảy ra với sản lượng cân bằng ở mức $r = 2$? Điều gì sẽ xảy ra với sản lượng cân bằng ở mức $r = 5$? Hiển thị ảnh hưởng của việc gia tăng mua sắm của chính phủ trong biểu đồ của bạn từ phần (d).

25. Một nền kinh tế được mô tả như sau:
    $\bar{C} = 4$ nghìn tỷ đô la
    $\bar{I} = 1{,}5$ nghìn tỷ đô la
    $\bar{G} = 3{,}0$ nghìn tỷ đô la
    $\bar{T} = 3{,}0$ nghìn tỷ đô la
    $\overline{NX} = 1{,}0$ nghìn tỷ đô la
    $\bar{f} = 0$
    $mpc = 0{,}8$
    $d = 0{,}35$
    $x = 0{,}15$
    a. Xây dựng công thức cho đường *IS*.
    b. Giả sử Cục Dự trữ Liên bang kiểm soát lãi suất và ấn định lãi suất ở mức $r = 4$. Mức sản lượng cân bằng là bao nhiêu?
    c. Giả sử khủng hoảng tài chính bắt đầu và f tăng lên $f = 3$. Điều gì sẽ xảy ra với sản lượng cân bằng?Nếu Cục Dự trữ Liên bang có thể ấn định lãi suất, thì lãi suất nên ở mức nào để giữ cho sản lượng không thay đổi?

d. Giả sử cuộc khủng hoảng tài chính làm cho f tăng như được chỉ ra trong phần (c) và cũng làm cho đầu tư tự định theo kế hoạch giảm xuống $I = 1,1$ nghìn tỷ đô la. Liệu sự thay đổi lãi suất do Cục Dự trữ Liên bang thực hiện trong phần (c) có hiệu quả trong việc ổn định sản lượng không? Nếu không, những thay đổi chính sách tài khóa hoặc tiền tệ bổ sung nào có thể được thực hiện để ổn định sản lượng ở mức sản lượng cân bằng ban đầu đã cho trong phần (b)?

BÀI TẬP PHÂN TÍCH DỮ LIỆU

Các bài tập được cập nhật bằng dữ liệu thời gian thực trong MyLab Economics và có thể dùng để thực hành hoặc để làm bài tập lớn.

1. Truy cập cơ sở dữ liệu FRED của Cục Dự trữ Liên bang St. LouIS và tìm dữ liệu về Chi tiêu cho tiêu dùng cá nhân (PCEC), Chi tiêu cho tiêu dùng cá nhân: Hàng hóa lâu bền (PCDG), Chi tiêu cho tiêu dùng cá nhân: Hàng hóa không bền (PCND) và Chi tiêu cho tiêu dùng cá nhân: Dịch vụ (PCESV).
    a. Sử dụng dữ liệu gần đây nhất, hãy cho biết bao nhiêu phần trăm tổng chi tiêu của hộ gia đình được dành cho việc tiêu dùng hàng hóa (cả hàng lâu bền và không thể sửa chữa được)? Phần trăm được dành cho các dịch vụ?
    b. Với những dữ liệu này, thành phần cụ thể nào của chi tiêu hộ gia đình sẽ bị ảnh hưởng nhiều nhất khi giảm chi tiêu chung của hộ gia đình? Giải thích.
2. Truy cập cơ sở dữ liệu FRED của Cục Dự trữ Liên bang St. Louis và tìm dữ liệu về Đầu tư Thực tế của Tư nhân Trong nước (GPDIC1), một thước đo lãi suất thực; các Chứng khoán Kho bạc Điều chỉnh theo Lạm phát 10-năm, TIIS (FII10); và chênh lệch giữa trái phiếu công ty Baa và kho bạc Hoa Kỳ kỳ hạn 10 năm (BAA10YM), là thước đo của xích mích tài chính. Đối với (FII10) và (BAA10YM), hãy chuyển đổi cài đặt tần suất thành "quarterly" và tải dữ liệu xuống bảng tính. Đối với mỗi quý, thêm chuỗi (FII10) và (BAA10YM) để tạo ri, lãi suất thực cho các khoản đầu tư cho quý đó. Sau đó, tính toán sự thay đổi trong cả đầu tư và ri như sự thay đổi của mỗi biến so với quý trước.
    a. Đối với dữ liệu có trong tám quý gần đây nhất, hãy tính toán thay đổi trong đầu tư so với quý trước, sau đó tính toán thay đổi trung bình trong tám quý gần đây nhất.
    b. Giả sử có độ trễ một quý giữa biến động r_i và thay đổi đầu tư; nói cách khác, nếu r_i thay đổi trong quý hiện tại, nó sẽ ảnh hưởng đến đầu tư trong quý tiếp theo. Đối với dữ liệu có độ trễ của tám quý gần đây nhất, hãy tính thay đổi trung bình độ trễ một quý của r_i.
    c. Lấy tỷ lệ câu trả lời của bạn từ phần (a) chia cho câu trả lời của bạn từ phần (b). Giá trị này đại diện cho điều gì? Giải thích một cách ngắn gọn.
    d. Lặp lại các phần (a) đến (c) cho giai đoạn 2008: Q3 đến 2009: Q2. Ma sát tài chính giúp giải thích hành vi đầu tư trong cuộc khủng hoảng tài chính thế nào? Các hệ số về đầu tư so sánh thế nào giữa giai đoạn hiện tại và giai đoạn khủng hoảng tài chính? Giải thích một cách ngắn gọn.

BÀI TẬP WEB

1. Văn phòng Nghiên cứu Tài chính là một bộ phận của Bộ Tài chính Hoa Kỳ có nhiệm vụ giám sát các điều kiện trong lĩnh vực tài chính và rộng hơn là nền kinh tế. Truy cập trang web của họ tại https://www.financialresearch.gov/financial-stable-monitor/. So sánh rủi ro tín dụng và tài trợ /điều kiện thanh khoản trong quý gần đây nhất với rủi ro trong quý 4 năm 2008. Các ma sát tài chính hiện nay so với quý 4 năm 2008 rộng hơn như thế nào?
2. Văn phòng Ngân sách Quốc hội (CBO) cung cấp các phân tích và dự báo kinh tế phi đảng phái về thâm hụt, cùng nhiều chức năng khác. Truy cập trang web của họ tại https://www.cbo.gov/about/products/major-recurring-reports. Tìm Bản cập nhật Ngân sách và Triển vọng Kinh tế có sẵn gần đây nhất và tải xuống tài liệu tóm tắt. Trong phần Triển vọng Ngân sách, bạn sẽ tìm thấy thông tin tóm tắt về chi tiêu chính phủ và thu nhập từ thuế (cả thực tế và dự báo). Dựa trên dự báo thâm hụt hoặc thặng dư trong 5 năm tới, tất cả đều bằng nhau, điều này ngụ ý gì về việc chính sách tài khóa sẽ mở rộng hoặc thu hẹp như thế nào? Điều này có ý nghĩa gì đối với đường IS?

TRANG WEB THAM KHẢO

https://www.cbo.gov

Trang web của Văn phòng Ngân sách Quốc hội, cung cấp các dự báo ngân sách và phân tích kinh tế.

http://research.stlou*IS*fed.org/fred2/

Thông tin về các biến số kinh tế vĩ mô được thảo luận trong chương này.

21 Chính sách Tiền tệ và Đường tổng cầu

Mục tiêu học tập

- Nhận biết tác động của những thay đổi trong lãi suất quỹ liên bang danh nghĩa đối với lãi suất ngắn hạn thực tế.
- Định nghĩa và minh họa đường chính sách tiền tệ (*MP*) và giải thích sự dịch chuyển của đường *MP*.
- Giải thích tại sao đường tổng cầu (*AD*) dốc xuống và giải thích sự dịch chuyển của đường *AD*.

Giới thiệu

Tại cao điểm của cuộc khủng hoảng tài chính vào tháng 12 năm 2008, Ủy ban Thị trường Mở Liên bang của Cục Dự trữ Liên bang đã công bố một quyết định chính sách táo bạo khiến thị trường một phen sôi sục. Ủy ban đã hạ lãi suất quỹ liên bang, là lãi suất của các khoản vay qua đêm giữa các ngân hàng, 75 điểm cơ bản (0,75 điểm phần trăm), đưa lãi suất quỹ liên bang về gần bằng không.

Để hiểu tác động đến nền kinh tế của một hành động chính sách tiền tệ như trên, bạn cần phân tích chính sách tiền tệ tác động đến tổng cầu như thế nào. Chúng ta bắt đầu chương này bằng cách giải thích tại sao các nhà hoạch định chính sách tiền tệ tăng lãi suất khi lạm phát tăng, dẫn đến quan hệ cùng chiều giữa lãi suất thực và lạm phát, có thể được minh họa bằng cách sử dụng đường *chính sách tiền tệ* (*MP*)*. Sau đó, bằng cách kết hợp đường *MP* với đường *IS* đã phát triển trong chương trước, chúng ta xây dựng được *đường tổng cầu*, một yếu tố chính trong khuôn khổ mô hình tổng cầu/tổng cung được sử dụng trong phần còn lại của cuốn sách này để thảo luận về biến động kinh tế ngắn hạn.

CHÍNH SÁCH TIỀN TỆ VÀ CỤC DỰ TRỮ LIÊN BANG

Các ngân hàng trung ương trên khắp thế giới chủ yếu sử dụng lãi suất rất ngắn hạn làm công cụ chính sách. Tại Hoa Kỳ, Cục Dự trữ Liên bang thực hiện chính sách tiền tệ thông qua việc quy định lãi suất quỹ liên bang. Ví dụ: sau cuộc họp FOMC ngày 14 tháng 6 năm 2017, Cục Dự trữ Liên bang đã đưa ra tuyên bố rằng Ủy ban sẽ "nâng phạm vi mục tiêu cho lãi suất quỹ liên bang lên 1 đến 1¼ phần trăm."

Như Chương 15 đã phân tích, Cục Dự trữ Liên bang kiểm soát lãi suất quỹ liên bang bằng cách thay đổi dự trữ họ cung cấp cho hệ thống ngân hàng. Khi được cung cấp nhiều dự trữ hơn, các ngân hàng có nhiều tiền hơn để cho nhau vay, và thanh khoản dư thừa này làm cho lãi suất quỹ liên bang giảm xuống. Khi Fed rút tiền dự trữ khỏi hệ thống ngân hàng, các ngân hàng sẽ cho vay ít hơn, và tình trạng thiếu thanh khoản dẫn đến lãi suất quỹ liên bang tăng.

Lãi suất quỹ liên bang là lãi suất *danh nghĩa*, nhưng như chúng ta đã học trong chương trước, lãi suất *thực* mới ảnh hưởng đến xuất khẩu ròng và chi tiêu của doanh nghiệp, từ đó xác định mức sản lượng cân bằng. Cục Dự trữ Liên bang kiểm soát lãi suất quỹ liên bang giúp họ kiểm soát lãi suất thực, thông qua đó chính sách tiền tệ tác động đến nền kinh tế như thế nào?

* Có thể bạn đã quen với mô hình *IS-LM* khá phổ biến trong các sách về kinh tế học, tuy nhiên ở đây tác giả sử dụng mô hình hiện đại hơn, *IS-MP* để thay thế cho mô hình *IS-LM*.

Hãy nhớ lại từ Chương 4 rằng lãi suất thực, *r*, là lãi suất danh nghĩa, *i*, trừ đi lạm phát kỳ vọng, π^e.

$$r = i - \pi^e$$

Những thay đổi của lãi suất danh nghĩa chỉ có thể thay đổi lãi suất thực nếu lạm phát thực tế và kỳ vọng không thay đổi trong ngắn hạn. Bởi vì giá thường biến đổi chậm - nghĩa là chúng có *độ cứng nhắc* - những thay đổi trong chính sách tiền tệ sẽ không tác động ngay lập tức đến lạm phát và lạm phát dự kiến trong ngắn hạn. Kết quả là, ***khi Cục Dự trữ Liên bang hạ lãi suất quỹ liên bang, lãi suất thực giảm; khi Cục Dự trữ Liên bang tăng lãi suất quỹ liên bang, lãi suất thực tăng.***

ĐƯỜNG CHÍNH SÁCH TIỀN TỆ

Bạn đã thấy Cục Dự trữ Liên bang có thể kiểm soát lãi suất thực trong ngắn hạn như thế nào. Bước tiếp theo trong phân tích của chúng ta là tìm hiểu cách chính sách tiền tệ phản ứng với lạm phát. ***Đường chính sách tiền tệ (MP)*** cho thấy mối quan hệ giữa lãi suất thực do ngân hàng trung ương quy định và tỷ lệ lạm phát. Chúng ta có thể viết phương trình của đường này như sau:

$$r = \bar{r} + \lambda\pi \quad (1)$$

trong đó $\bar{r}$ là thành phần tự định (ngoại sinh) của lãi suất thực do cơ quan quản lý chính sách tiền tệ đặt ra, không liên quan đến mức lạm phát hiện tại hoặc bất kỳ biến nào khác trong mô hình và λ là mức phản ứng của lãi suất thực với tỷ lệ lạm phát.

Để cụ thể hóa thảo luận về đường chính sách tiền tệ, Hình 1 cung cấp một ví dụ về đường chính sách tiền tệ *MP* trong đó $\bar{r} = 1{,}0$ và $\lambda = 0{,}5$:

$$r = 1{,}0 + 0{,}5\pi \quad (2)$$

Tại điểm A, với lạm phát là 1%, Cục Dự trữ Liên bang xác định lãi suất thực là 1,5%; tại điểm B, nơi lạm phát là 2%, Fed xác định lãi suất thực là 2%; và tại điểm C, nơi lạm phát là 3%, lãi suất thực là 2,5%. Đường đi qua các điểm A, B và C là đường chính sách tiền tệ *MP* và nó dốc lên, cho thấy rằng các nhà hoạch định chính sách tiền tệ tăng lãi suất thực khi tỷ lệ lạm phát tăng.

Nguyên tắc Taylor: Tại sao đường chính sách tiền tệ lại có độ dốc lên

Để biết tại sao đường *MP* lại dốc lên, hãy nhớ rằng các ngân hàng trung ương luôn tìm cách để giữ lạm phát ổn định. Để ổn định lạm phát, các nhà hoạch định chính sách tiền tệ có xu hướng tuân theo **nguyên tắc Taylor**, được đặt theo tên của nhà kinh tế John Taylor thuộc Đại học Stanford: Họ tăng lãi suất *danh nghĩa* cao hơn bất kỳ mức tăng lạm phát nào để lãi suất thực sẽ tăng khi lạm phát tăng, như đường *MP* cho thấy.[1]

Để xem tại sao các nhà hoạch định chính sách tiền tệ lại tuân theo nguyên tắc Taylor phản ứng với lạm phát gia tăng bằng cách tăng lãi suất thực, hãy xem điều gì sẽ xảy ra nếu các nhà hoạch định chính sách tiền tệ thay vào đó lại hạ lãi suất thực khi lạm phát tăng. Trong

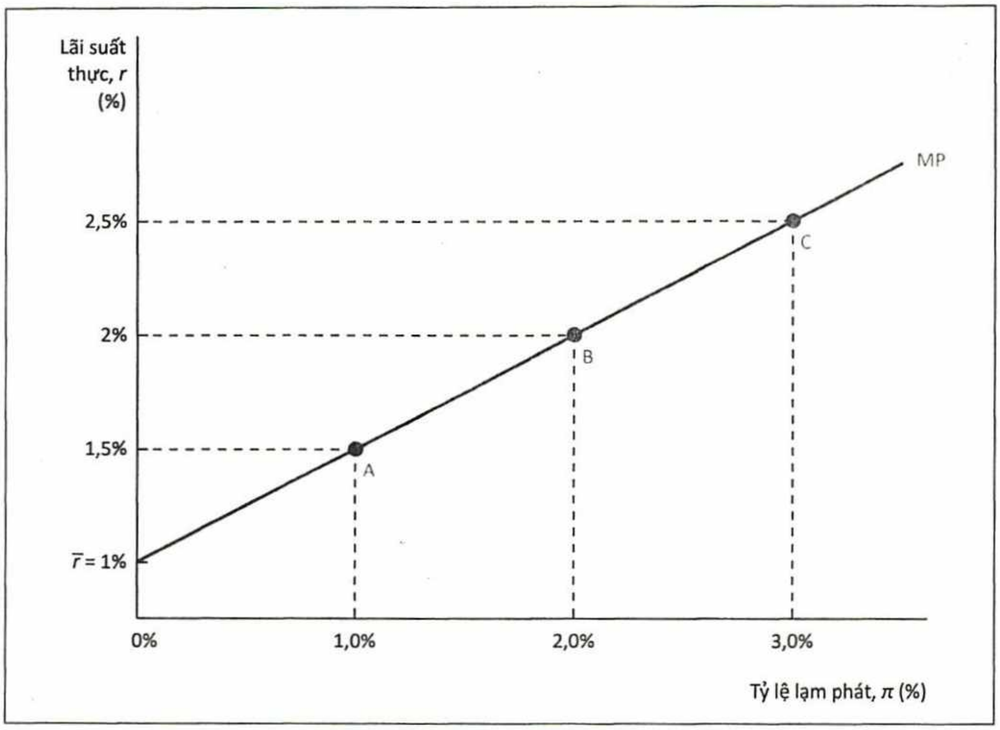
[1]Lưu ý rằng nguyên tắc Taylor khác với quy tắc Taylor, được mô tả trong Chương 16, ở chỗ nó không đưa ra quy tắc về cách chính sách tiền tệ phản ứng với các điều kiện trong nền kinh tế, trong khi quy tắc Taylor thì có.

MyLab Economics Bài giảng Mini

HÌNH 1

Đường chính sách tiền tệ

Độ dốc đi lên của đường *MP* chỉ ra rằng ngân hàng trung ương phản ứng với lạm phát cao hơn bằng cách tăng lãi suất thực, bởi vì chính sách tiền tệ tuân theo nguyên tắc Taylor.



trường hợp này, việc giảm lãi suất thực khi lạm phát gia tăng, như chúng ta đã thấy trong chương trước, sẽ làm tăng tổng sản lượng, do đó sẽ làm cho lạm phát tăng thêm, điều này sau đó sẽ làm lãi suất giảm hơn nữa, khiến tổng sản lượng tiếp tục tăng. Ta có thể sơ đồ hóa chuỗi sự kiện này như sau:[2]

$$\pi\uparrow \Rightarrow r\downarrow \Rightarrow Y\uparrow \Rightarrow \pi\uparrow \Rightarrow r\downarrow \Rightarrow Y\uparrow \Rightarrow \pi\uparrow$$

Trong những điều kiện này, lạm phát sẽ tiếp tục tăng và cuối cùng không thể kiểm soát. Đây chính là những gì đã xảy ra vào những năm 1970, khi Cục Dự trữ Liên bang không tăng lãi suất danh nghĩa mạnh như mức tăng lạm phát, do đó lãi suất thực giảm. Lạm phát đã tăng nhanh lên tới hơn 10% .[3]

[2]Khung lý thuyết ưa thích thanh khoản trong Chương 5 đưa ra một cơ sở lý luận khác cho việc sử dụng nguyên tắc Taylor khi đường đi của đường cung tiền và kỳ vọng lạm phát không đổi. Lạm phát tăng có nghĩa là mức giá sẽ cao hơn so với mức bình thường, và do đó đường cầu tiền dịch chuyển sang phải, làm cho cả lãi suất danh nghĩa và thực tế đều tăng (vì kỳ vọng lạm phát không đổi). Biến động này có thể được lược đồ hóa như sau:

$$\pi\uparrow \Rightarrow P\uparrow \Rightarrow M^d \text{ dịch sang phải} \Rightarrow i\uparrow \Rightarrow r\uparrow$$

[3]Trong Phụ lục 4 của Chương 22, tại www.pearsoned.com/mylab/economics, chúng ta chính thức chứng minh sự bất ổn của lạm phát khi các ngân hàng trung ương không tuân theo nguyên tắc Taylor.

Sự dịch chuyển của đường MP

Theo cách nói thông thường, Cục Dự trữ Liên bang được cho là "thắt chặt" chính sách tiền tệ khi tăng lãi suất thực và "nới lỏng" khi hạ lãi suất thực. Tuy nhiên, điều quan trọng là phải phân biệt giữa những thay đổi trong chính sách tiền tệ làm dịch chuyển đường chính sách tiền tệ, mà chúng ta gọi là những thay đổi *tự định* và những thay đổi do tác động của nguyên tắc Taylor được phản ánh bằng những chuyển động dọc theo đường chính sách tiền tệ, được gọi là những điều chỉnh *tự động* đối với lãi suất.

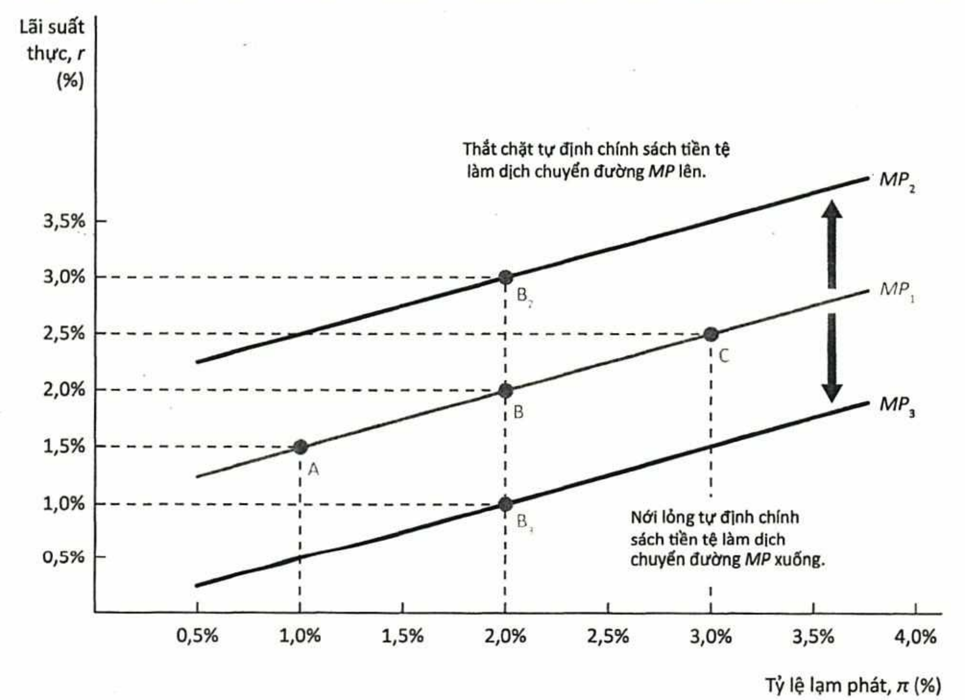
Các ngân hàng trung ương có thể thực thi các thay đổi tự định đối với chính sách tiền tệ vì nhiều lý do khác nhau. Có thể họ muốn thay đổi tỷ lệ lạm phát hiện tại. Ví dụ, để giảm lạm phát, họ có thể tăng $\bar{r}$ thêm một điểm phần trăm và do đó, tăng lãi suất thực ở mọi tỷ lệ lạm phát cho trước, một động thái mà chúng ta sẽ gọi là **sự thắt chặt tự định chính sách tiền tệ**. Với tỷ lệ lạm phát 2%, lãi suất thực sẽ tăng từ 2% lên 3%, tức là từ điểm B đến điểm B_2. Sự thắt chặt tiền tệ tự định này sẽ làm đường chính sách tiền tệ dịch chuyển lên một điểm phần trăm, từ MP_1 đến MP_2 trong Hình 2, do đó khiến nền kinh tế thu hẹp và lạm phát giảm. Hoặc, các ngân hàng trung ương có thể có thông tin khác, không liên quan đến lạm phát, ngụ ý lãi suất phải được điều chỉnh để đạt được kết quả kinh tế tốt. Ví dụ, nếu nền kinh tế đang đi vào suy thoái, các nhà hoạch định chính sách tiền tệ sẽ muốn hạ lãi suất thực ở mọi tỷ lệ lạm phát cho trước, là một **sự nới lỏng tự định chính sách tiền tệ**, nhằm kích thích nền kinh tế và ngăn chặn lạm phát giảm xuống. Trong trường hợp này, với tỷ lệ lạm phát 2%, lãi suất thực sẽ giảm từ 2% xuống 1%, tức là từ điểm B đến điểm B_3. Việc nới lỏng chính sách tiền tệ tự định này sẽ dẫn đến sự dịch chuyển đường chính sách tiền tệ đi xuống một điểm phần trăm, từ MP_1 sang MP_3 trong Hình 2.

MyLab Economics Bài giảng Mini

HÌNH 2

Dịch chuyển của đường chính sách tiền tệ

Những thay đổi tự định trong chính sách tiền tệ - ví dụ, khi một ngân hàng trung ương thay đổi lãi suất thực tại mọi tỷ lệ lạm phát cho trước - làm dịch chuyển đường *MP*. Thắt chặt tự định chính sách tiền tệ làm tăng lãi suất thực sẽ làm dịch chuyển đường *MP* lên tới MP_2, trong khi nới lỏng tự định chính sách tiền tệ làm giảm lãi suất thực sẽ dịch chuyển đường *MP* xuống MP_3.



Những chuyển động dọc theo các dịch chuyển của đường *MP*

Một trở ngại đối với nhiều sinh viên khi nghiên cứu khung lý thuyết tổng cầu/tổng cung (*AD/AS*) là hiểu được sự khác biệt giữa các *dịch chuyển* của đường *MP* và những *chuyển động* dọc theo đường *MP*. Các chuyển động dọc theo đường *MP* - tức là các chuyển động từ điểm A đến B đến C trong Hình 1 - nên được hiểu là phản ứng bình thường của ngân hàng trung ương (còn được gọi là phản ứng nội sinh) tăng lãi suất khi lạm phát tăng. Do đó, chúng ta có thể coi một chuyển động dọc theo đường *MP* như một phản ứng tự động của ngân hàng trung ương đối với sự thay đổi của lạm phát. Một phản ứng tự động như vậy không gây ra sự dịch chuyển của đường *MP*.

Mặt khác, khi ngân hàng trung ương tăng lãi suất tại một mức *tỷ lệ lạm phát cho trước*, hành động này không phải là một phản ứng tự động đối với lạm phát cao mà thay vào đó là một sự thắt chặt tự định của chính sách tiền tệ làm dịch chuyển đường *MP* lên, từ *MP*1 đến MP_2 trong Hình 2.

Sự khác biệt giữa các thay đổi chính sách tiền tệ tự định và các chuyển động dọc theo đường chính sách tiền tệ được minh họa bởi hai ứng dụng sau, mô tả các hành động chính sách tiền tệ thực hiện bởi Cục Dự trữ Liên bang trong khoảng thời gian từ 2004-2006 và khi bắt đầu cuộc khủng hoảng tài chính toàn cầu vào mùa thu năm 2007. •

ỨNG DỤNG Chuyển động dọc theo đường *MP*: Sự gia tăng lãi suất mục tiêu Quỹ Liên bang, 2004-2006

Lo ngại giảm phát - tức là lo ngại lạm phát có thể âm - khiến Cục Dự trữ Liên bang cam kết lãi suất quỹ liên bang ở mức rất thấp 1% từ tháng 6 năm 2003 đến tháng 6 năm 2004. Tuy nhiên, với nền kinh tế đang tăng trưởng nhanh chóng, áp lực lạm phát bắt đầu tăng, và tại cuộc họp tháng 6 năm 2004, FOMC đã quyết định tăng lãi suất quỹ liên bang lên ¼ điểm phần trăm. Hơn nữa, FOMC đã thực hiện việc gia tăng này theo một quy trình rất tự động, tại mỗi cuộc họp FOMC tiếp theo đều nâng lãi suất quỹ liên bang lên cùng mức này cho đến tháng 6 năm 2006 (xem Hình 3). Điều này cho chúng ta biết gì về đường chính sách tiền tệ trong khoảng thời gian đó?

Bởi vì Cục Dự trữ Liên bang đang phản ứng với áp lực lạm phát, các hành động chính sách tiền tệ của họ rõ ràng là những chuyển động dọc theo đường *MP*, chẳng hạn như từ điểm A đến B đến C trong Hình 1. Fed đã tuân theo nguyên tắc Taylor, phản ứng với lạm phát cao hơn bằng cách tăng lãi suất thực tế.

ỨNG DỤNG Dịch chuyển đường *MP*: Nới lỏng tiền tệ tự định khi bắt đầu cuộc khủng hoảng tài chính toàn cầu

Khi cuộc khủng hoảng tài chính toàn cầu bắt đầu vào tháng 8 năm 2007, lạm phát đang gia tăng và tăng trưởng kinh tế khá mạnh. Tuy nhiên, Fed bắt đầu nới lỏng chính sách tiền tệ một cách tích cực, hạ lãi suất quỹ liên bang như trong Hình 3. Những tác động lên đường chính sách tiền tệ là gì?

Một chuyển động dọc theo đường *MP* có thể cho thấy Fed có kế hoạch tiếp tục tăng lãi suất vì lạm phát đang tăng, nhưng thay vào đó Fed đã làm ngược lại. Do đó, các hành động của Fed đã dịch chuyển đường chính sách tiền tệ xuống, từ MP_1 sang MP_3, như thể

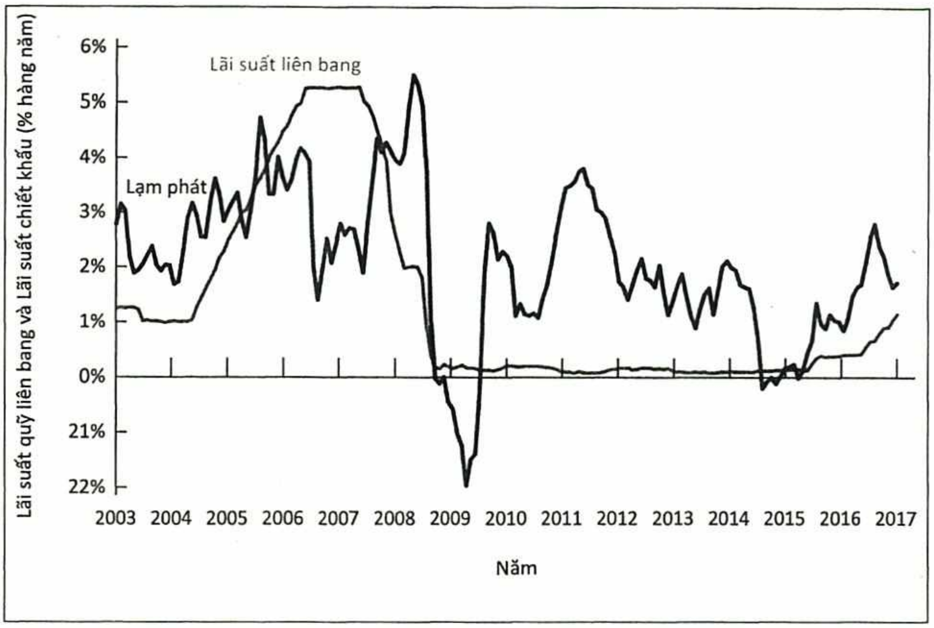
MyLab Economics Dữ liệu thời gian thực

HÌNH 3

Lãi suất quỹ liên bang và tỷ lệ lạm phát, 2003–2017

Từ tháng 6 năm 2004 đến tháng 6 năm 2006, do áp lực từ lạm phát gia tăng, Fed đã tăng lãi suất chính sách, lãi suất quỹ liên bang, lên 1/4 điểm phần trăm tại mỗi cuộc họp của FOMC. Những hành động này của Fed là một chuyển động dọc theo đường *MP*. Ngược lại, Fed bắt đầu nới lỏng chính sách tiền tệ tự định vào tháng 9 năm 2007, hạ lãi suất quỹ liên bang bất chấp lạm phát tiếp tục cao.

Nguồn: Cơ sở dữ liệu của Ngân hàng Dự trữ Liên bang St. Lou*IS* FRED: http://research.stlou*IS*fed.org/fred2/series/CPIAUCSL; http://research.stlou*IS*fed.org/fred2/series/FEDFUNDS.



hiện trong Hình 2. Fed theo đuổi việc nới lỏng chính sách tiền tệ tự định này vì cú sốc âm đối với nền kinh tế do sự gián đoạn thị trường tài chính (thảo luận trong Chương 12) ngụ ý mặc dù tỷ lệ lạm phát đang cao vào thời điểm đó, nền kinh tế có khả năng suy yếu trong tương lai gần, và tỷ lệ lạm phát sau đó sẽ giảm xuống. Điều này đã thực sự xảy ra, khi nền kinh tế đi vào suy thoái vào tháng 12 năm 2007 và tỷ lệ lạm phát giảm mạnh sau tháng 7 năm 2008. ◆

ĐƯỜNG TỔNG CẦU

Bây giờ chúng ta đã sẵn sàng để tìm ra mối quan hệ giữa tỷ lệ lạm phát và tổng sản lượng khi thị trường hàng hóa ở trạng thái cân bằng: **đường tổng cầu**. Đường *MP* mà chúng ta vừa xây dựng thể hiện cách các ngân hàng trung ương phản ứng với những thay đổi của lạm phát bằng cách thay đổi lãi suất phù hợp với nguyên tắc Taylor. Đường *IS* được xây dựng trong Chương 20 cho thấy những thay đổi của lãi suất thực, tới lượt nó lại ảnh hưởng đến sản lượng cân bằng. Với hai đường này, giờ đây chúng ta có thể liên kết lượng cầu tổng sản lượng với tỷ lệ lạm phát, dựa trên kỳ vọng của công chúng về lạm phát và lập trường của chính sách tiền tệ. Đường tổng cầu là trung tâm của phân tích tổng cầu và tổng cung mà chúng ta sẽ phát triển thêm trong chương tiếp theo, cho phép chúng ta giải thích những biến động ngắn hạn của cả tổng sản lượng và lạm phát.

Xây dựng đường tổng cầu bằng hình ảnh

Sử dụng đường *MP* giả định từ Phương trình 2, chúng ta biết rằng khi tỷ lệ lạm phát tăng từ 1% lên 2% đến 3%, Cục Dự trữ Liên bang sẽ phản ứng bằng cách tăng lãi suất thực từ 1,5% lên 2% lên 2,5%. Chúng ta vẽ các điểm này trong bảng (a) của Hình 4 dưới dạng đường *MP*. Trong bảng (b), chúng ta vẽ đồ thị đường *IS* được mô tả trong Công thức 13 của Chương 20 ($Y = 12 - r$). Khi lãi suất thực tăng từ 1,5% lên 2% đến 2,5%, trạng thái cân bằng chuyển từ điểm 1 sang điểm 2 sang điểm 3 và tổng sản lượng giảm từ 10,5 nghìn tỷ đô la xuống 10 nghìn tỷ đô la xuống 9,5 nghìn tỷ đô la. Nói cách khác, khi lãi suất thực tăng, đầu tư và xuất khẩu ròng giảm, dẫn đến tổng cầu giảm. Sử dụng thông tin từ bảng (a) và (b), chúng ta có thể tạo ra đường hiển thị trong bảng (c). Khi lạm phát tăng từ 1% lên 2% đến 3%, điểm cân bằng chuyển từ điểm 1 sang điểm 2 sang điểm 3 trong bảng (c) và tổng sản lượng giảm từ 10,5 nghìn tỷ đô la xuống 10 nghìn tỷ đô la xuống 9,5 nghìn tỷ đô la.

Đường nối ba điểm hiển thị trong bảng (c) là đường tổng cầu, *AD*, và nó cho biết mức tổng sản lượng tương ứng với mỗi mức trong ba mức lãi suất thực phù hợp với trạng thái cân bằng trên thị trường hàng hóa đối với mọi tỷ lệ lạm phát cho trước. Đường tổng cầu có độ dốc đi xuống do tỷ lệ lạm phát cao hơn dẫn đến việc ngân hàng trung ương tăng lãi suất thực, vì vậy làm giảm chi tiêu theo kế hoạch và do đó làm giảm mức tổng sản lượng cân bằng.

Bằng cách sử dụng biến đổi đại số (xem hộp Đọc thêm "Xây dựng đường tổng cầu bằng toán"), đường *AD* trong Hình 4 có thể được viết bằng số như sau:

$$Y = 11 - 0{,}5\pi \tag{3}$$

Các yếu tố làm dịch chuyển đường tổng cầu

Các chuyển động dọc theo đường tổng cầu mô tả mức độ cân bằng của tổng sản lượng thay đổi như thế nào khi tỷ lệ lạm phát thay đổi. Tuy nhiên, khi các yếu tố đó không phải là lạm phát, đường tổng cầu sẽ dịch chuyển. Đầu tiên chúng ta xem xét các yếu tố làm dịch chuyển đường *IS*, và sau đó xem xét các yếu tố làm dịch chuyển đường *AD*.

Đọc thêm — Xây dựng đường tổng cầu bằng toán

Để xây dựng được đường *AD* từ con số, chúng ta bắt đầu bằng cách lấy đường *IS* với con số của Công thức 13 trong Chương 20:

$$Y = 12 - r$$

Sau đó, chúng ta sử dụng đường *MP* với con số cho trong Công thức 2, $r = 1{,}0 + 0{,}5\pi$, để thay thế cho r, tạo ra

$$\begin{aligned} Y &= 12 - (1{,}0 + 0{,}5\pi) \\ &= (12 - 1) - 0{,}5\pi \\ &= 11 - 0{,}5\pi \end{aligned}$$

như Phương trình 3 trong sách.

Tương tự, chúng ta có thể suy ra phiên bản tổng quát hơn của đường *AD* bằng cách sử dụng phiên bản đại số của đường *IS* được đưa ra ở Công thức 12 trong Chương 20:

$$Y = \left[\overline{C} + \overline{I} - d\overline{f} + \overline{G} + \overline{NX} - mpc \times \overline{T}\right] \times \frac{1}{1-mpc} - \frac{d+x}{1-mpc} \times r$$

Sau đó, chúng ta thay thế r bằng cách sử dụng đường *MP* đại số cho trong Công thức 1, $r = \overline{r} + \lambda\pi$, để có được phương trình tổng quát hơn của đường *AD*:

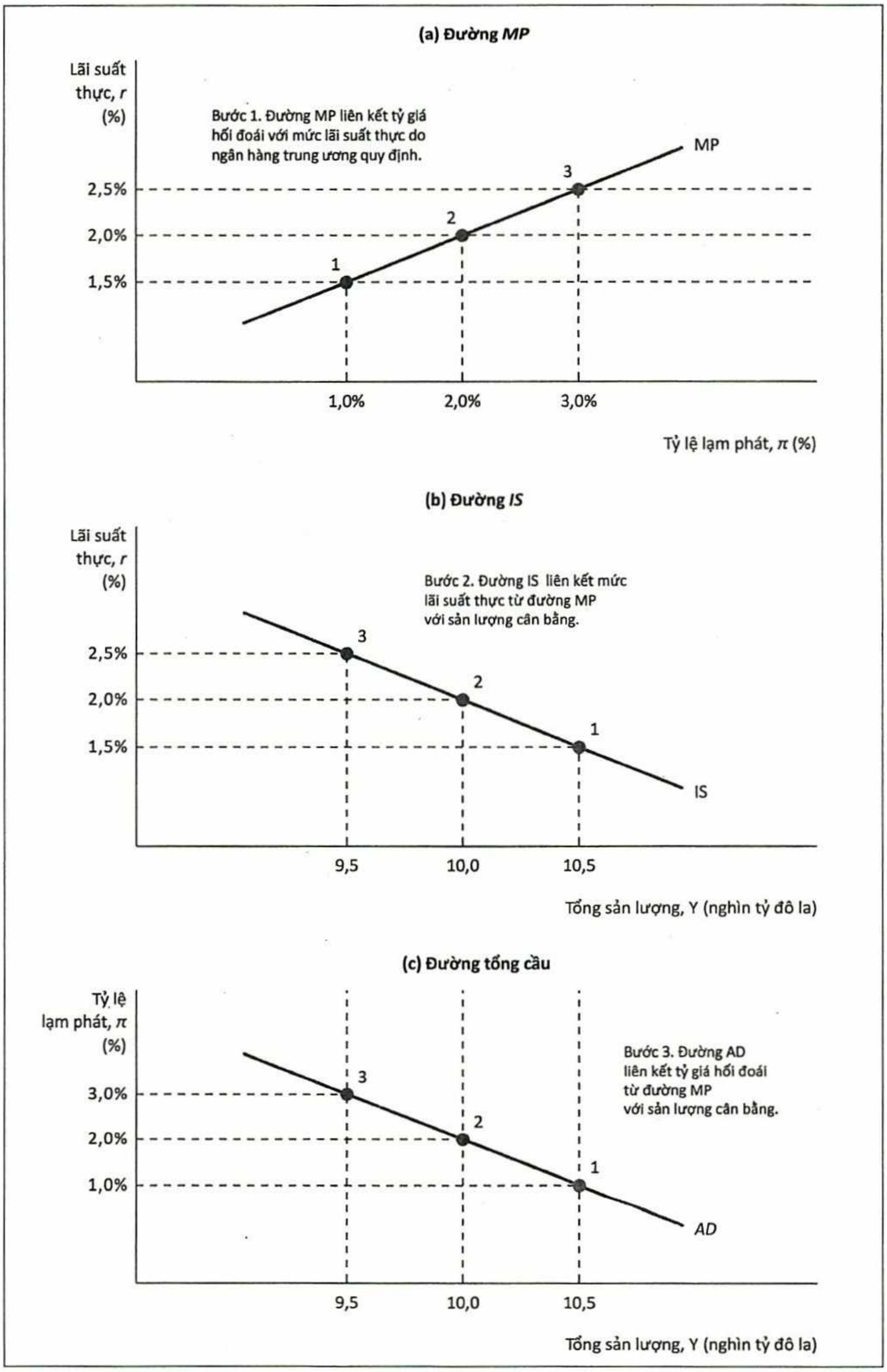
$$Y = \left[\overline{C} + \overline{I} - d\overline{f} + \overline{G} + \overline{NX} - mpc \times \overline{T}\right] \times \frac{1}{1-mpc} - \frac{d+x}{1-mpc} \times (\overline{r} + \lambda\pi)$$

MyLab Economics Bài giảng Mini

HÌNH 4

Xây dựng đường AD

Đường *MP* trong bảng (a) cho thấy khi lạm phát tăng từ 1,0% lên 2,0% đến 3,0%, lãi suất thực tăng từ 1,5% lên 2,0% đến 2,5%. Sau đó, đường *IS* trong bảng (b) cho thấy lãi suất thực cao hơn làm cho chi tiêu đầu tư theo kế hoạch và xuất khẩu ròng thấp hơn, và do đó tổng sản lượng giảm từ 10,5 nghìn tỷ đô la xuống 10,0 nghìn tỷ đô la xuống 9,5 nghìn tỷ đô la. Cuối cùng, bảng (c) thể hiện mức sản lượng cân bằng tương ứng với từng tỷ lệ trong ba tỷ lệ lạm phát: đường nối các điểm này là đường *AD* và nó dốc xuống.



Sự dịch chuyển của đường *IS* Chúng ta đã thấy trong chương trước rằng có sáu yếu tố khiến đường *IS* dịch chuyển. Chính những yếu tố đó cũng làm cho đường tổng cầu dịch chuyển:

1. Chi tiêu tiêu dùng tự định
2. Chi đầu tư tự định
3. Mua hàng của chính phủ
4. Thuế
5. Xuất khẩu ròng tự định
6. Ma sát tài chính

Chúng ta phân tích những thay đổi trong các yếu tố này dẫn đến sự dịch chuyển đường tổng cầu như thế nào, như trong Hình 5.

Giả sử lạm phát ở mức 2,0%, và do đó, đường *MP* trong bảng (a) của Hình 5 cho thấy lãi suất thực ở mức 2,0%. Khi đó, đường IS_1 trong bảng (b) cho thấy mức sản lượng cân bằng là 10 nghìn tỷ đô la tại điểm A_1, tương ứng với mức sản lượng cân bằng là 10 nghìn tỷ đô la tại điểm A_1 trên đường AD_1 trong bảng (c). Bây giờ, giả sử mua sắm của chính phủ trị tăng 1 nghìn tỷ đô la. Bảng (b) cho thấy rằng khi cả tỷ lệ lạm phát và lãi suất thực tế đều không đổi ở mức 2,0%, điểm cân bằng di chuyển từ điểm A_1 sang điểm A_2, với sản lượng tăng lên 12,5 nghìn tỷ đô la,[4] và do đó đường *IS* dịch chuyển sang phải từ IS_1 đến IS_2. Sự gia tăng sản lượng tới 12,5 nghìn tỷ đô la có nghĩa là, giữ lạm phát và lãi suất thực không đổi, điểm cân bằng trong bảng (c) cũng di chuyển từ điểm A_1 sang điểm A_2, và do đó, đường *AD* cũng dịch chuyển sang phải, từ AD_1 sang AD_2.

Hình 5 cho thấy rằng ***bất kỳ yếu tố nào làm dịch chuyển đường IS cũng làm dịch chuyển đường tổng cầu theo cùng hướng.*** Do đó, bất kỳ yếu tố nào làm dịch chuyển đường *IS* sang phải - làm tăng chi tiêu tiêu dùng tự định hoặc chi tiêu đầu tư có kế hoạch gây ra bởi "animal spirits", tăng mua sắm của chính phủ, gia tăng tự định trong xuất khẩu ròng, giảm thuế, hoặc giảm ma sát tài chính — cũng sẽ làm dịch chuyển đường tổng cầu sang phải. Ngược lại, bất kỳ yếu tố nào làm dịch chuyển đường *IS* sang trái — giảm chi tiêu tiêu dùng tự định, giảm chi tiêu đầu tư theo kế hoạch, giảm mua hàng của chính phủ, giảm xuất khẩu ròng, tăng thuế hoặc tăng ma sát tài chính — sẽ dịch chuyển đường tổng cầu sang trái.

Sự dịch chuyển của đường MP Bây giờ chúng ta xem điều gì xảy ra với đường tổng cầu khi đường *MP* dịch chuyển. Giả sử Cục Dự trữ Liên bang lo ngại nền kinh tế quá nóng và do đó quyết định thắt chặt tự định chính sách tiền tệ bằng cách tăng lãi suất thực lên một điểm phần trăm ở mọi mức lạm phát cho trước. Với tỷ lệ lạm phát 2,0%, lãi suất thực tăng từ 2,0% lên 3,0% trong Hình 6. Đường *MP* dịch chuyển từ MP_1 đến MP_2 trong bảng (a). Bảng (b) cho thấy rằng khi tỷ lệ lạm phát ở mức 2,0%, lãi suất thực tế cao hơn 3,0% khiến điểm cân bằng di chuyển từ điểm A_1 sang điểm A_2 trên đường *IS*, với sản lượng giảm từ 10 nghìn tỷ đô la xuống 9 nghìn tỷ đô la. Sản lượng giảm xuống còn 9 nghìn tỷ đô la bởi vì lãi suất thực tế cao hơn dẫn đến giảm đầu tư và xuất khẩu ròng, làm giảm tổng cầu. Sản lượng thấp hơn sau đó làm giảm mức sản lượng cân bằng từ điểm A_1 đến điểm A_2 trong bảng (c), và do đó, đường *AD* dịch chuyển sang trái, từ AD_1 đến AD_2.

Kết luận của chúng ta từ Hình 6 là ***thắt chặt tự định chính sách tiền tệ— nghĩa là, sự gia tăng lãi suất thực ở mọi tỷ lệ lạm phát cho trước— sẽ làm dịch chuyển***

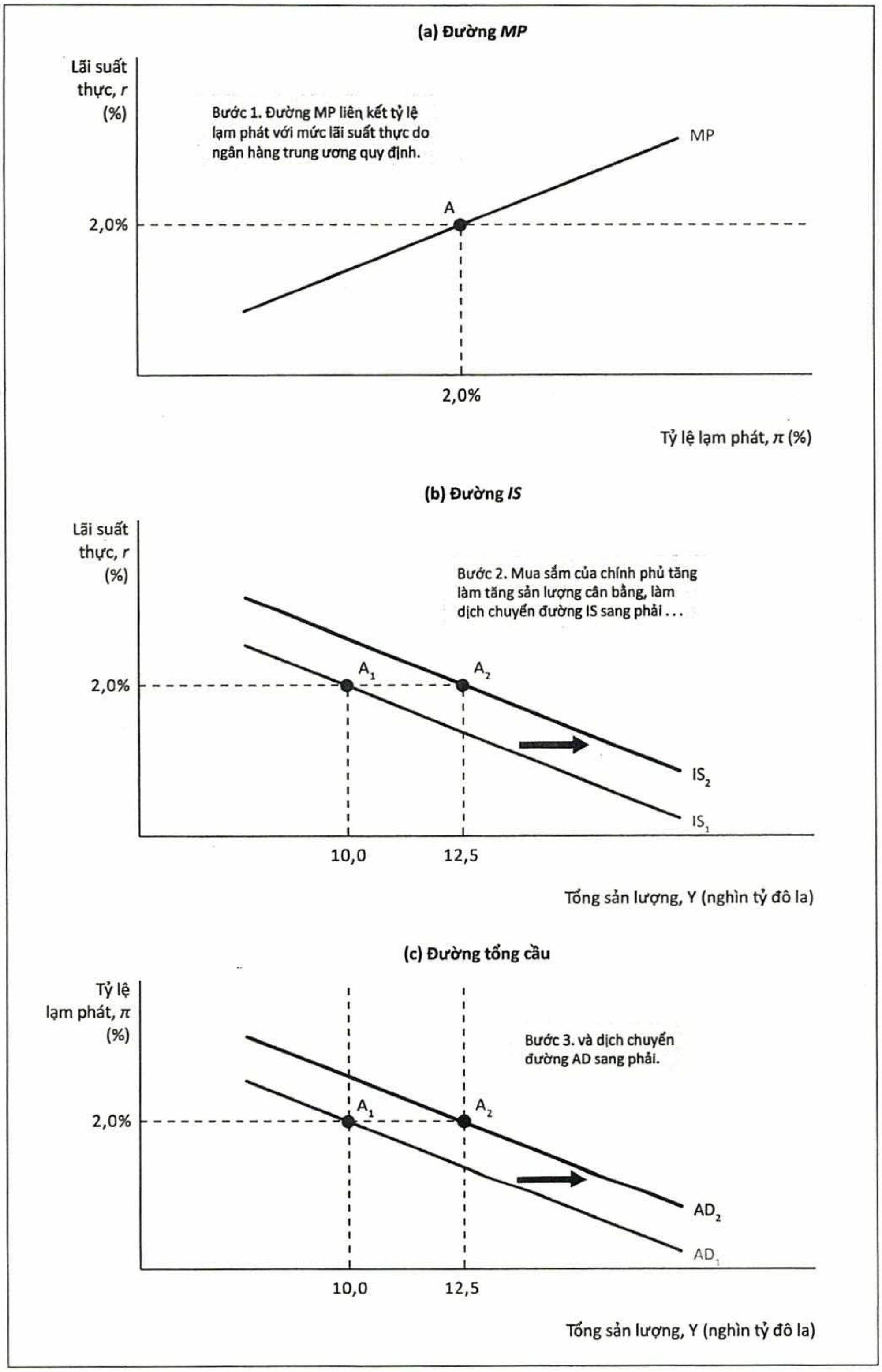
[4]Như chúng ta đã thấy trong ví dụ số ở Chương 20, sự gia tăng mua hàng của chính phủ trị giá 1 nghìn tỷ đô la dẫn đến mức tăng sản lượng cân bằng 2,5 nghìn tỷ đô la ở mọi mức lãi suất thực cho trước, và đây là lý do tại sao sản lượng tăng từ 10 nghìn tỷ đô la lên 12,5 nghìn tỷ đô la khi giá thực lãi suất ở mức 2,0%.

MyLab Economics Bài giảng Mini

HÌNH 5

Dịch chuyển của Đường *AD* từ Dịch chuyển của Đường *IS*

Với tỷ lệ lạm phát 2% trong bảng (a), đường chính sách tiền tệ chỉ ra rằng lãi suất thực là 2%. Sự gia tăng mua sắm của chính phủ làm dịch chuyển đường *IS* sang phải trong bảng (b). Tại tỷ lệ lạm phát đã cho và lãi suất thực là 2%, sản lượng cân bằng tăng từ 10 nghìn tỷ đô la lên 12,5 nghìn tỷ đô la, được thể hiện dưới dạng chuyển dịch từ điểm A_1 đến điểm A_2 trong bảng (c), dịch chuyển đường tổng cầu sang phải từ AD_1 đến AD_2. Bất kỳ yếu tố nào làm dịch chuyển đường *IS* cũng làm dịch chuyển đường *AD* theo cùng một hướng.

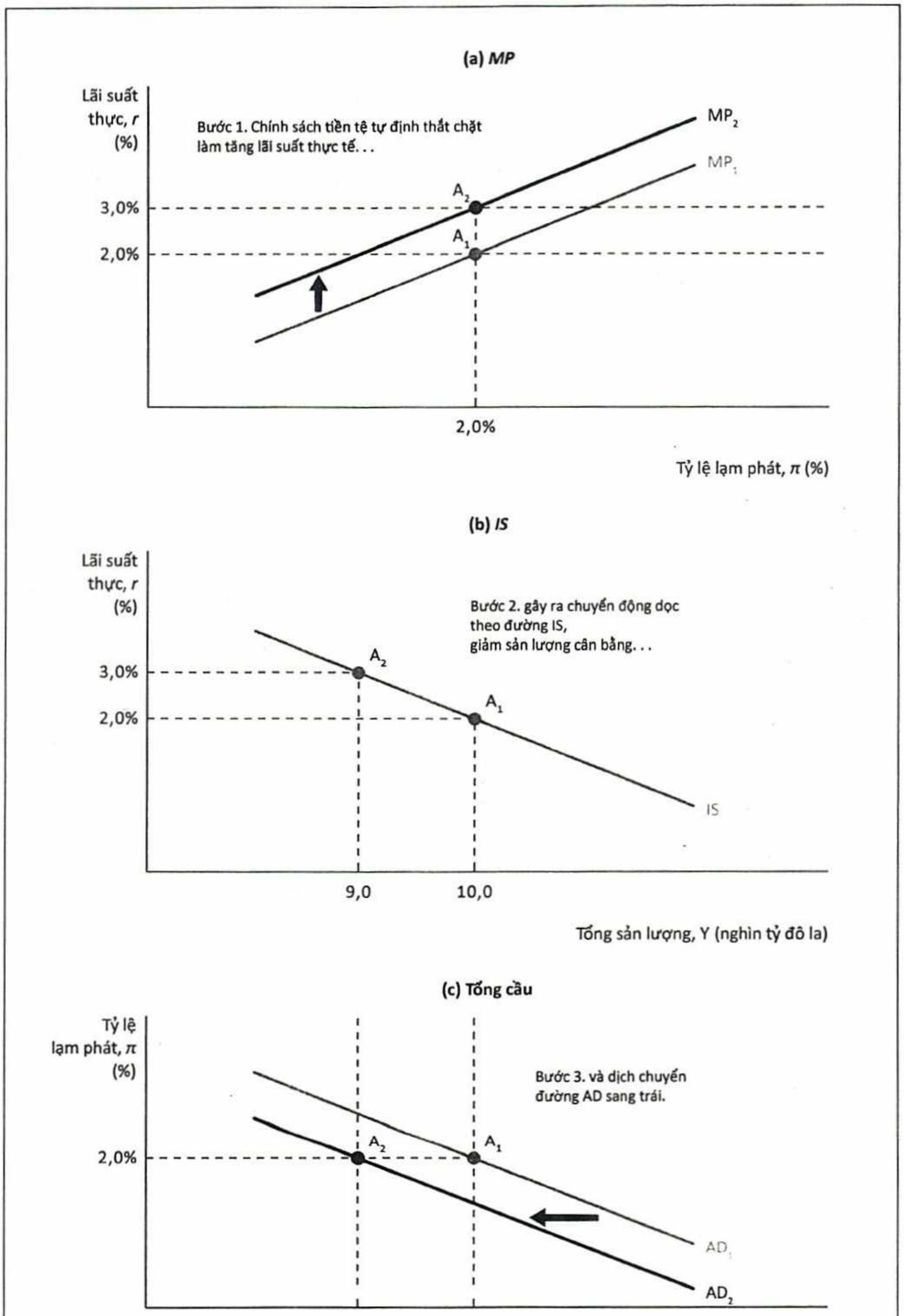


MyLab Economics Bài giảng Mini

HÌNH 6

Dịch chuyển của Đường AD từ việc thắt chặt tự định chính sách tiền tệ

Thắt chặt tiền tệ tự định làm tăng lãi suất thực lên một điểm phần trăm tại mọi tỷ lệ lạm phát cho trước sẽ làm dịch chuyển đường *MP* lên, từ *MP*1 đến *MP*2 trong bảng (a). Với tỷ lệ lạm phát ở mức 2%, lãi suất 3% cao hơn dẫn đến sự di chuyển từ điểm A_1 đến A_2 trên đường *IS*, với sản lượng giảm từ 10 nghìn tỷ đô la xuống 9 nghìn tỷ đô la. Sự thay đổi sản lượng cân bằng này dẫn đến chuyển động từ điểm A_1 sang điểm A_2 trong bảng (c), làm dịch chuyển đường tổng cầu sang trái, từ AD_1 sang AD_2.



đường tổng cầu sang trái. Ngược lại, nới lỏng tự định chính sách tiền tệ sẽ làm dịch chuyển đường tổng cầu sang phải.

Bây giờ ta đã xây dựng và phân tích xong đường tổng cầu, là nhân tố trụ cột trong khung nghiên cứu tổng cầu và tổng cung ở chương tiếp theo. Đường tổng cầu trong khung nghiên cứu này sẽ được sử dụng để xác định cả tổng sản lượng và lạm phát, cũng như để xác định các sự kiện khiến các biến này thay đổi.

TÓM LƯỢC

1. Khi Cục Dự trữ Liên bang hạ lãi suất quỹ liên bang bằng cách bổ sung thanh khoản cho hệ thống ngân hàng, lãi suất thực sẽ giảm trong ngắn hạn; khi Cục Dự trữ Liên bang tăng lãi suất quỹ liên bang bằng cách giảm thanh khoản trong hệ thống ngân hàng, lãi suất thực sẽ tăng trong ngắn hạn.
2. Đường chính sách tiền tệ (MP) cho thấy mối quan hệ giữa lạm phát và lãi suất thực phát sinh từ hành động của các cơ quan quản lý tiền tệ. Các nhà hoạch định chính sách tiền tệ tuân theo nguyên tắc Taylor bằng cách tăng lãi suất thực để phản ứng với lạm phát cao hơn, thể hiện bằng độ dốc đi lên của đường chính sách tiền tệ. Thắt chặt tự định chính sách tiền tệ xảy ra khi các nhà hoạch định chính sách tiền tệ tăng lãi suất thực tại mọi tỷ lệ lạm phát cho trước, dẫn đến sự dịch chuyển đường chính sách tiền tệ lên trên. Nới lỏng tự định chính sách tiền tệ và đường chính sách tiền tệ dịch chuyển xuống xảy ra khi các nhà hoạch định chính sách tiền tệ hạ lãi suất thực tại mọi tỷ lệ lạm phát cho trước.
3. Đường tổng cầu đem lại mức tổng sản lượng cân bằng (bằng tổng sản lượng được cầu) với mọi tỷ lệ lạm phát cho trước. Nó dốc xuống do tỷ lệ lạm phát cao hơn dẫn đến việc ngân hàng trung ương tăng lãi suất thực, dẫn đến mức sản lượng cân bằng thấp hơn. Đường tổng cầu sẽ dịch chuyển cùng chiều với đường IS; do đó, đường AD dịch chuyển sang phải khi mua hàng của chính phủ tăng, thuế giảm, "animal spirits" khuyến khích chi tiêu của người tiêu dùng và doanh nghiệp, xuất khẩu ròng tự định tăng hoặc ma sát tài chính giảm. Việc thắt chặt tự định chính sách tiền tệ - nghĩa là tăng lãi suất thực tại mọi tỷ lệ lạm phát cho trước - dẫn đến giảm tổng cầu và đường tổng cầu dịch chuyển sang trái.

THUẬT NGỮ QUAN TRỌNG

đường tổng cầu, 505
nới lỏng tự định chính sách tiền tệ, 503
thắt chặt tự định chính sách tiền tệ, p. 503
đường chính sách tiền tệ (*MP*), 501
Nguyên tắc Taylor, 501

CÂU HỎI

Tất cả các câu hỏi đều có trong **MyLab Economics** *tại* www.pearson.com/mylab/economics.

1. Khi tỷ lệ lạm phát tăng, điều gì xảy ra với lãi suất quỹ liên bang? Về mặt hoạt động, Fed điều chỉnh lãi suất quỹ liên bang như thế nào?
2. Giả định chính làm cơ sở cho khả năng kiểm soát lãi suất thực của Fed là gì?
3. Tại sao đường MP phải có độ dốc hướng lên?
4. Nếu $\lambda = 0$, điều này ngụ ý gì về mối quan hệ giữa lãi suất danh nghĩa và tỷ lệ lạm phát?
5. Việc Fed tự định thắt chặt hoặc nới lỏng chính sách tiền tệ ảnh hưởng đến đường MP như thế nào?
6. Việc thắt chặt hoặc nới lỏng chính sách tiền tệ một cách tự định khác với sự thay đổi của lãi suất thực do sự thay đổi của tỷ lệ lạm phát hiện tại gây ra như thế nào?

7. Giả sử rằng một chủ tịch Fed mới được bổ nhiệm và cách tiếp cận của họ đối với chính sách tiền tệ có thể được tóm tắt bằng tuyên bố sau: "Tôi chỉ quan tâm đến việc gia tăng việc làm. Lạm phát đã ở mức rất thấp trong một thời gian khá dài; ưu tiên của tôi là nới lỏng chính sách tiền tệ để thúc đẩy việc làm". Bạn mong đợi đường chính sách tiền tệ sẽ bị ảnh hưởng như thế nào, nếu có?

8. "Fed đã giảm lãi suất cho vay vào cuối năm 2007, mặc dù lạm phát đang gia tăng. Hành động này đã thể hiện sự vi phạm nguyên tắc Taylor". Tuyên bố này đúng, sai hay không chắc chắn? Giải thích câu trả lời của bạn.

9. Những yếu tố nào ảnh hưởng đến độ dốc của đường tổng cầu?

10. "Chính sách tiền tệ tự định có hiệu quả hơn trong việc thay đổi sản lượng khi λ cao hơn." Tuyên bố này đúng, sai hay không chắc chắn? Giải thích câu trả lời của bạn.

11. Nếu xuất khẩu ròng không nhạy cảm với những thay đổi của lãi suất thực, thì chính sách tiền tệ sẽ hiệu quả hơn hay ít hơn trong việc thay đổi sản lượng?

12. Nếu bong bóng giá tài sản bắt đầu hình thành, giả sử ngân hàng trung ương phản ứng, thì khả năng phản ứng của nó như thế nào, và tác động lên đường MP sẽ như thế nào?

13. Đối với mỗi trường hợp sau đây, hãy mô tả (nếu có) các đường *IS*, *MP* và *AD* bị ảnh hưởng như thế nào.

    a. Giảm ma sát tài chính

    b. Tăng thuế và nới lỏng chính sách tiền tệ một cách tự định

    c. Gia tăng tỷ lệ lạm phát hiện tại

    d. Giảm tiêu dùng tự định

    e. Các công ty trở nên lạc quan hơn về tương lai của nền kinh tế.

    f. Chủ tịch mới của Cục Dự trữ Liên bang bắt đầu quan tâm hơn đến việc chống lạm phát.

14. Tác động của việc gia tăng xuất khẩu ròng của Hoa Kỳ lên đường tổng cầu? Xuất khẩu ròng tăng có ảnh hưởng đến đường chính sách tiền tệ không? Giải thích.

15. Tại sao đường tổng cầu lại dịch chuyển khi "animal spirits" thay đổi?

16. Giả sử rằng chi tiêu của chính phủ được tăng lên đồng thời với việc thắt chặt chính sách tiền tệ tự định xảy ra. Điều gì sẽ xảy ra với vị trí của đường tổng cầu?

17. Nếu ma sát tài chính gia tăng, điều này sẽ ảnh hưởng đến chênh lệch tín dụng như thế nào, và ngân hàng trung ương có thể phản ứng như thế nào? Tại sao?

18. "Nếu $\overline{f}$ tăng, Fed có thể giữ sản lượng không đổi bằng cách giảm lãi suất thực tương đương với sự gia tăng các ma sát tài chính. " Tuyên bố này đúng, sai hay không chắc chắn? Giải thích câu trả lời của bạn.

BÀI TẬP ÁP DỤNG

Tất cả các bài tập áp dụng đều có sẵn trong MyLab Economics tại www.pearson.com/mylab/economics.

19. Giả sử rằng đường chính sách tiền tệ được cho bởi công thức $r = 1{,}5 + 0{,}75\pi$.

    a. Tính lãi suất thực khi tỷ lệ lạm phát là 2%, 3% và 4%.

    b. Vẽ đồ thị của đường MP, gắn nhãn các điểm từ phần (a).

    c. Giả sử bây giờ đường chính sách tiền tệ được cho bởi $r = 2{,}5 + 0{,}75\pi$. Đường chính sách tiền tệ mới thể hiện sự thắt chặt hay nới lỏng một cách tự định của chính sách tiền tệ?

    d. Tính lãi suất thực tế khi tỷ lệ lạm phát là 2%, 3% và 4%, và vẽ đường *MP* mới, cho thấy sự dịch chuyển từ phần (b).

20. Sử dụng đường *IS* và đường *MP* để suy ra đường *AD* bằng đồ thị.

21. Giả sử đường chính sách tiền tệ được cho bởi $r = 1{,}5 + 0{,}75\pi$, và đường *IS* được cho bởi $Y = 13 - r$.

a. Tính biểu thức cho đường tổng cầu.

b. Tính lãi suất thực và tổng sản lượng khi tỷ lệ lạm phát là 2%, 3% và 4%.

c. Vẽ đồ thị của các đường *IS*, *MP* và *AD*, gắn nhãn các điểm từ phần (b) trên đồ thị thích hợp.

22. Hãy xem xét một nền kinh tế được mô tả bởi những đặc điểm sau đây:

    $\overline{C}$ = 4 nghìn tỷ đô la
    $\overline{I}$ = 1,5 nghìn tỷ đô la
    $\overline{G}$ = 3,0 nghìn tỷ đô la

$\overline{T}$ = 3,0 nghìn tỷ đô la
$\overline{NX}$ = 1,0 nghìn tỷ đô la
$\overline{f} = 0$
$mpc = 0,8$
$d = 0,35$
$x = 0,15$
$\lambda = 0,5$
$\overline{r} = 2$

a. Suy ra biểu thức cho đường *MP* và đường *AD*.

b. Tính lãi suất thực và sản lượng tổng hợp khi $\pi = 2$ và $\pi = 4$

c. Vẽ đồ thị của đường *MP* và đường *AD*, ghi nhãn các điểm cho trong phần (b).

23. Hãy xem xét một nền kinh tế được mô tả bởi những điều sau đây:

$\overline{C}$ = 4 nghìn tỷ đô la
$\overline{I}$ = 1,5 nghìn tỷ đô la
$\overline{G}$ = 3,0 nghìn tỷ đô la
$\overline{T}$ = 3,0 nghìn tỷ đô la
$\overline{NX}$ = 1,0 nghìn tỷ đô la
$\overline{f} = 0$
$mpc = 0,8$
$d = 0,35$
$x = 0,15$
$\lambda = 0,5$
$\overline{r} = 2$

a. Suy ra biểu thức cho đường *MP* và đường AD.

b. Giả sử rằng $\pi = 1$. Tính lãi suất thực, mức cân bằng của sản lượng, tiêu dùng, đầu tư theo kế hoạch và xuất khẩu ròng.

c. Giả sử Fed tăng $\overline{r}$ lên $\overline{r} = 2$. Tính lãi suất thực, mức cân bằng của sản lượng, tiêu dùng, đầu tư theo kế hoạch và xuất khẩu ròng tại mức *r* mới này

d. Xét rằng sản lượng, tiêu dùng, đầu tư theo kế hoạch và xuất khẩu ròng đều giảm ở phần (c), tại sao có thể Fed chọn tăng $\overline{r}$

24. Hãy xem xét nền kinh tế được mô tả trong Bài toán Ứng dụng 23.

a. Suy ra biểu thức cho đường *MP* và đường *AD*.

b. Giả sử rằng $\pi = 2$. Lãi suất thực và mức sản lượng cân bằng là bao nhiêu?

c. Giả sử chi tiêu của chính phủ tăng lên 4 nghìn tỷ đô la. Điều gì xảy ra với sản lượng cân bằng?

d. Nếu Fed muốn giữ sản lượng không đổi, thì nó nên thực hiện thay đổi chính sách tiền tệ nào?

25. Giả sử đường *MP* được cho bởi $r = 2 + \pi$, và đường IS được cho bởi $Y = 20 - 2r$.

a. Tìm biểu thức cho đường *AD* và vẽ biểu đồ ghi nhãn các điểm tại $\pi = 0$, $\pi = 4$ và $\pi = 8$.

b. Giả sử rằng λ tăng lên $\lambda = 2$. Tìm biểu thức cho đường *AD* mới và vẽ đường AD mới bằng cách sử dụng đồ thị từ phần (a).

c. Câu trả lời của bạn cho phần (b) ngụ ý gì về mối quan hệ giữa sự chán ghét lạm phát của ngân hàng trung ương và độ dốc của đường *AD*?

BÀI TẬP PHÂN TÍCH DỮ LIỆU

Các bài tập được cập nhật bằng dữ liệu thời gian thực trong MyLab Economics và có thể dùng để thực hành hoặc để làm bài tập lớn.

1. Thước đo lãi suất thực có thể được ước tính bằng Bảo mật Chỉ số Lạm phát Kho bạc, hoặc TIIS. Truy cập cơ sở dữ liệu FRED của Cục Dự trữ Liên bang St. LouIS và tìm dữ liệu về TIIS (FII5) 5 năm và chỉ số giá chi tiêu tiêu dùng cá nhân (PCECTPI), một thước đo chỉ số giá. Chọn "Quarterly" cho cài đặt tần số của TIIS và tải xuống cả hai chuỗi dữ liệu. Chuyển đổi dữ liệu chỉ số giá thành tỷ lệ lạm phát hàng năm bằng cách lấy phần trăm thay đổi hàng quý trong chỉ số giá và nhân với 4. Đảm bảo nhân với 100 để kết quả của bạn là phần trăm.

a. Tính tỷ lệ lạm phát trung bình và lãi suất thực trung bình trong bốn quý gần đây nhất của dữ liệu và bốn quý trước đó.

b. Tính toán sự thay đổi của tỷ lệ lạm phát trung bình giữa kỳ năm gần đây nhất và năm trước đó. Sau đó tính toán sự thay đổi của lãi suất thực trung bình so với cùng kỳ.

c. Sử dụng câu trả lời của bạn cho phần (b), tính tỷ lệ giữa sự thay đổi của lãi suất thực trung bình với sự thay đổi của tỷ lệ lạm phát trung bình. Tỷ lệ này thể hiện điều gì? Nhận xét về cách nó liên quan đến nguyên lý Taylor.

2. Thước đo lãi suất thực có thể được ước tính bằng Bảo mật Chỉ số Lạm phát Kho bạc hoặc TIIS. Truy cập cơ sở dữ liệu FRED của Cục Dự trữ Liên bang St. LouIS và tìm dữ liệu về TIIS (FII5) 5 năm và chỉ số giá chi tiêu tiêu dùng cá nhân (PCECTPI), một thước đo chỉ số giá. Chọn "Quarterly" cho cài đặt tần suất cho TIIS và chọn "Percent Change From Year Ago" cho cài đặt đơn vị trên (PCECTPI). Vẽ cả hai chuỗi trên cùng một biểu đồ, sử dụng dữ liệu từ năm 2007 đến dữ liệu mới nhất hiện có. Sử dụng biểu đồ để xác định các giai đoạn thay đổi chính sách tiền tệ tự định. Giải thích ngắn gọn lý do của bạn.

BÀI TẬP WEB

1. Truy cập https://www.federalreserve.gov/monetarypolicy/ files / FOMC_LongerRunGoals.pdf. Xem lại tài liệu của FOMC, "Các Mục tiêu Dài hạn và Chiến lược Chính sách Tiền tệ". Giải thích tại sao những mục tiêu này phù hợp với nguyên tắc Taylor.
2. Truy cập http://www.federalreserve.gov/fomc/. Đọc tuyên bố FOMC mới nhất và biên bản cuộc họp FOMC gần đây nhất. Tuyên bố và thảo luận trong biên bản có phù hợp với nguyên tắc Taylor không?

TRANG WEB THAM KHẢO

http://www.federalreserve.gov/pf/pf.htm

Mô tả các mục đích và chức năng của Hệ thống Dự trữ Liên bang và cơ sở lý luận của họ trong việc thực hiện chính sách tiền tệ.

http://www.federalreserve.gov/fomc

Cung cấp thông tin về tất cả các hoạt động của FOMC, bao gồm tuyên bố và biên bản cho mỗi cuộc họp.

22 Phân tích Tổng cung và Tổng cầu

Mục tiêu học tập

- Tóm tắt và minh họa đường tổng cầu và các yếu tố làm thay đổi nó.
- Minh họa và diễn giải đường tổng cung ngắn hạn và dài hạn.
- Minh họa và diễn giải sự thay đổi của đường tổng cung trong ngắn hạn và dài hạn.
- Minh họa và diễn giải sự cân bằng trong ngắn hạn và dài hạn và vai trò của cơ chế tự điều chỉnh.
- Minh họa và diễn giải các tác động ngắn hạn và dài hạn của cú sốc đối với tổng cầu.
- Minh họa và giải thích các tác động ngắn hạn và dài hạn của các cú sốc cung tạm thời và lâu dài.
- Giải thích những biến động chu kỳ kinh doanh ở các nền kinh tế lớn trong khủng hoảng tài chính 2007–2009.

Giới thiệu

Trong những chương trước, chúng ta đã tập trung nhiều vào chính sách tiền tệ vì cuộc sống hàng ngày của chúng ta đều va chạm với nó, thông qua lạm phát và số việc làm. Trong chương này, chúng ta tập trung xây dựng phân tích tổng cầu và tổng cung, một công cụ cơ bản cho phép nghiên cứu tác động của chính sách tiền tệ đối với sản lượng và lạm phát. *Tổng cầu* là tổng sản lượng muốn mua ở các tỷ lệ lạm phát khác nhau. *Tổng cung* là tổng sản lượng mà các công ty trong nền kinh tế muốn bán với các tỷ lệ lạm phát khác nhau. Giống như phân tích cung và cầu trong các khóa học kinh tế học khác, trạng thái cân bằng xảy ra ở giao điểm của đường tổng cầu và đường tổng cung.

Phân tích tổng cung và tổng cầu sẽ cho phép khám phá cách xác định tổng sản lượng và lạm phát. (Hộp Theo dòng Tin Tài chính cho biết dữ liệu về tổng sản lượng và tỷ lệ lạm phát được công bố ở đâu và tần suất như thế nào.) Không chỉ giúp giải thích quá khứ mà phân tích này còn giúp chúng ta hiểu các giai đoạn gần đây trong chu kỳ kinh doanh, chẳng hạn như suy thoái kinh tế nghiêm trọng 2007-2009 và dự đoán các sự kiện trong tương lai có thể ảnh hưởng như thế nào đến tổng sản lượng và lạm phát.

TỔNG CẦU

Cơ sở đầu tiên của phân tích tổng cung và cầu là **đường tổng cầu**, mô tả mối quan hệ giữa tổng lượng cầu và tỷ lệ lạm phát khi tất cả các biến số khác được giữ không đổi.

Tổng cầu được tạo thành từ bốn bộ phận cấu thành: **chi tiêu tiêu dùng**, là tổng cầu về hàng hóa và dịch vụ tiêu dùng; **chi tiêu đầu tư theo kế hoạch**,[1] tổng chi tiêu kỳ vọng của các công ty kinh doanh cho máy móc, nhà máy mới và các tư liệu sản xuất khác, cộng với chi tiêu kỳ vọng cho nhà ở mới; **mua sắm của chính phủ**, chi tiêu của tất cả các cấp chính phủ (liên bang, tiểu bang và địa phương) cho hàng hóa và dịch vụ (kẹp giấy, máy tính, lập trình máy tính, tên lửa, nhân viên chính phủ, v.v.); và **xuất khẩu ròng**, chi tiêu ròng của nước ngoài cho hàng hóa và dịch vụ trong nước, bằng xuất khẩu trừ nhập khẩu. Sử dụng các ký hiệu *C* cho chi tiêu tiêu dùng, *I* cho chi tiêu đầu tư theo kế hoạch, *G* cho

[1] Hãy nhớ lại rằng các nhà kinh tế hạn chế định nghĩa của từ đầu tư có nghĩa là mua vốn vật chất mới, chẳng hạn như một chiếc máy mới hoặc một ngôi nhà mới, làm tăng thêm chi tiêu cho hàng hóa hoặc dịch vụ mới được sản xuất. Điều này khác với cách sử dụng hàng ngày của thuật ngữ này, sử dụng từ đầu tư để mô tả việc mua cổ phiếu phổ thông hoặc trái phiếu, những giao dịch mua không nhất thiết liên quan đến hàng hóa và dịch vụ mới. Khi các nhà kinh tế nói đến chi tiêu đầu tư, họ đang đề cập đến việc mua hàng làm tăng tổng cầu.

Theo dòng tin Tài chính **Tổng Sản lượng, Thất nghiệp và Lạm phát**

Báo chí và các trang Internet định kỳ cung cấp dữ liệu về mức tổng sản lượng, tỷ lệ thất nghiệp và tỷ lệ lạm phát. Dưới đây là danh sách các dữ liệu liên quan, tần suất công bố của chúng và thời gian chúng được công bố.

Tổng sản lượng và thất nghiệp

GDP thực tế: Hàng quý (tháng 1 - tháng 3, tháng 4 - tháng 6, tháng 7 - tháng 9, tháng 10 - tháng 12); công bố từ ba đến bốn tuần sau khi kết thúc một quý.

Sản xuất công nghiệp: Hàng tháng. Sản xuất công nghiệp không phải là thước đo tổng hợp toàn diện như GDP thực tế vì nó chỉ đo sản lượng chế tạo; ước tính cho tháng trước được báo cáo vào giữa tháng sau.

Tỷ lệ thất nghiệp: Hàng tháng. Số liệu của tháng trước thường được công bố vào thứ sáu của tuần đầu tiên của tháng sau.

Tỷ lệ lạm phát

Có một số thước đo tỷ lệ lạm phát khác nhau được tính toán từ các thước đo khác nhau của mức giá.

Chỉ số điều chỉnh GDP: Hàng quý. Thước đo toàn diện về mức giá này (được mô tả trong phụ lục của Chương 1) được công bố cùng lúc với số liệu GDP thực.

Chỉ số giá tiêu dùng (CPI): Hàng tháng. Chỉ số CPI là thước đo mức giá đối với người tiêu dùng (cũng được mô tả trong phần phụ lục của Chương 1); giá trị của tháng trước được công bố vào tuần thứ ba hoặc thứ tư của tháng tiếp theo.

Giảm phát chi tiêu tiêu dùng cá nhân (PCE): Hàng quý. Đây là một thước đo khác về mức giá cho người tiêu dùng. Nó được tính theo cách tương tự như chỉ số giảm phát GDP nhưng chỉ áp dụng cho các khoản mục nằm trong danh mục chi tiêu tiêu dùng cá nhân của GDP. Nó được công bố cùng lúc với dữ liệu GDP thực.

Chỉ số giá sản xuất (PPI): Hàng tháng. PPI là thước đo mức giá bán buôn trung bình được tính bởi các nhà sản xuất và được công bố cùng lúc với dữ liệu sản xuất công nghiệp.

chi tiêu chính phủ và *NX* cho xuất khẩu ròng, chúng ta có thể viết biểu thức sau cho tổng cầu Y^{ad}:

$$Y^{ad} = C + I + G + NX \tag{1}$$

Xây dựng đường tổng cầu

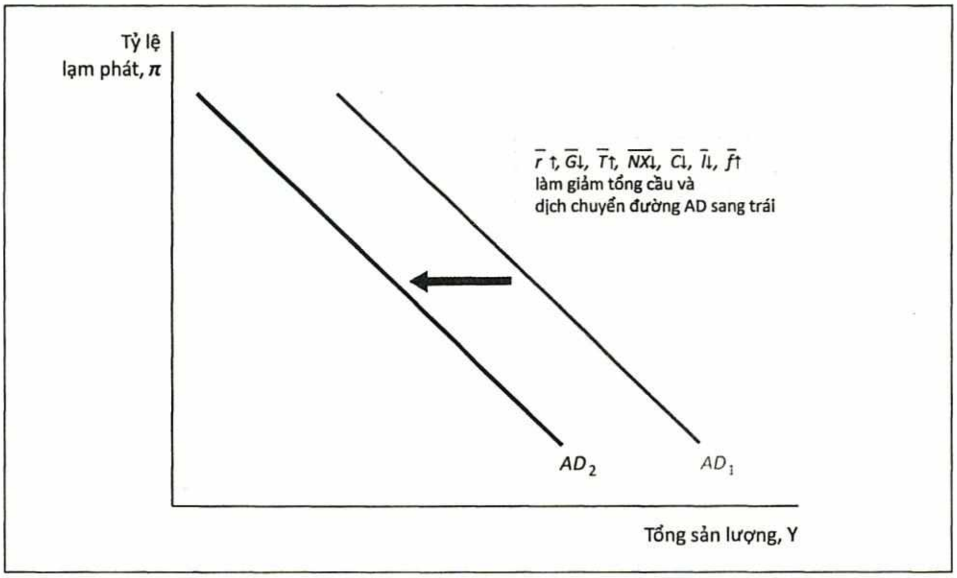
Bước đầu tiên trong việc xác định đường tổng cầu là xác định khi tỷ lệ lạm phát tăng ($\pi\uparrow$), các cơ quan quản lý tiền tệ sẽ phản ứng bằng cách tăng lãi suất thực ($r\uparrow$). Họ làm điều này để giữ cho lạm phát không nằm ngoài tầm kiểm soát. Tiếp theo, ta có thể đánh giá tác động của lãi suất thực tăng đối với các thành phần riêng lẻ của tổng cầu. Khi lãi suất thực cao hơn, chi phí tài trợ cho việc mua vốn vật chất mới cao hơn, làm cho hoạt động đầu tư sinh lợi kém hơn và khiến chi tiêu đầu tư theo kế hoạch giảm xuống ($I\downarrow$). Bởi vì, như được trình bày trong Công thức 1, chi tiêu đầu tư theo kế hoạch được tính vào tổng cầu, sự suy giảm trong chi tiêu đầu tư theo kế hoạch làm cho tổng cầu giảm xuống ($Y^{ad}\downarrow$). Do đó, tỷ lệ lạm phát cao hơn dẫn đến mức tổng sản lượng được cầu thấp hơn

MyLab Economics Bài giảng Mini

HÌNH 1

Dịch chuyển sang trái của đường tổng cầu

Đường tổng cầu dịch chuyển sang trái từ AD_1 sang AD_2 khi xảy ra thắt chặt tự định chính sách tiền tệ ($\bar{r}\uparrow$), giảm mua sắm của chính phủ ($\bar{G}\downarrow$), tăng thuế ($\bar{T}\uparrow$), giảm xuất khẩu ròng tự định ($\overline{NX}\downarrow$), giảm chi tiêu tiêu dùng tự định ($\bar{C}\downarrow$), giảm đầu tư tự định ($\bar{I}\downarrow$) hoặc tăng ma sát tài chính ($\bar{f}\uparrow$).



($\pi\uparrow \Rightarrow Y^{ad}\downarrow$), và vì vậy đường tổng cầu dốc xuống, như trong Hình 1. Chúng ta có thể biểu diễn cơ chế bằng sơ đồ sau:[2]

$$\pi\uparrow \Rightarrow r\uparrow \Rightarrow I\downarrow \Rightarrow Y^{ad}\downarrow$$

Các yếu tố làm dịch chuyển đường tổng cầu

Bảy yếu tố cơ bản (thường được gọi là **cú sốc cầu**) có thể làm đường tổng cầu dịch chuyển sang vị trí mới: (1) chính sách tiền tệ tự định, (2) mua sắm của chính phủ, (3) thuế, (4) xuất khẩu ròng tự định, (5) chi tiêu tiêu dùng tự định, (6) đầu tư tự định và (7) ma sát tài chính. (Việc sử dụng thuật ngữ *tự định* trong các yếu tố được liệt kê ở trên đôi khi gây nhầm lẫn cho sinh viên và vì vậy nó được thảo luận trong hộp Đọc thêm "*Tự định* có nghĩa là gì?") Khi phân tích từng trường hợp, câu hỏi là điều gì sẽ xảy ra với đường tổng cầu khi mỗi yếu tố này thay đổi trong khi tỷ lệ lạm phát được giữ không đổi.

1. *Chính sách tiền tệ tự định.* Chúng ta đã lưu ý rằng khi lạm phát tăng, ngân hàng trung ương sẽ tăng lãi suất thực để giữ cho lạm phát không vượt quá tầm kiểm soát. Tuy nhiên, có những biến động trong lãi suất thực của ngân hàng trung ương là tự định, ký hiệu là $\bar{r}$, là những biến động không liên quan đến các biến trong mô hình, chẳng hạn như tỷ lệ lạm phát hiện tại. Khi Cục Dự trữ Liên bang quyết định tăng phần tự định này của lãi suất thực, $\bar{r}$, lãi suất thực cao hơn ở mọi tỷ lệ lạm phát cho trước dẫn đến

[2]Nếu bạn đã đọc Chương 20 và Chương 21, thảo luận về tổng cầu này chỉ là bản tóm tắt của phân tích được đưa ra trong các chương đó. Lưu ý rằng còn một cơ chế bổ sung thông qua xuất khẩu ròng lý giải cho sự dốc xuống của đường tổng cầu, như đã thảo luận trong Chương 20 và 21.

Đọc thêm *Tự định* có nghĩa là gì?

Khi các nhà kinh tế sử dụng từ *tự định*, họ ngụ ý rằng thành phần này của biến là ngoại sinh (độc lập với các biến khác trong mô hình). Ví dụ, chính sách tiền tệ tự định là thành phần của lãi suất thực do ngân hàng trung ương quy định mà không liên quan đến lạm phát hoặc bất kỳ biến nào khác trong mô hình. Do đó, những thay đổi trong các thành phần tự định không bao giờ gây ra các chuyển động dọc theo một đường, mà gây ra *sự chuyển động* của cả đường đó. Do đó, một sự thay đổi tự định trong chính sách tiền tệ sẽ làm dịch chuyển đường *AD* nhưng không bao giờ gây nên sự di chuyển dọc theo đường.

chi phí tài trợ cho các dự án đầu tư cao hơn, dẫn đến giảm chi tiêu đầu tư và lượng tổng cầu, được thể hiện bằng lược đồ sau:

$$\bar{r}\uparrow \Rightarrow I\downarrow \Rightarrow Y^{ad}\downarrow$$

Do đó, tổng cầu giảm ở mọi tỷ lệ lạm phát cho trước, và đường tổng cầu dịch chuyển sang trái như trong Hình 1.

2. *Mua sắm của chính phủ.* Sự gia tăng mua sắm của chính phủ ở mọi tỷ lệ lạm phát cho trước sẽ bổ sung trực tiếp vào tổng cầu và vì vậy tổng cầu tăng lên:

$$\overline{G}\uparrow \Rightarrow Y^{ad}\uparrow$$

Do đó, tổng cầu tăng ở mọi tỷ lệ lạm phát cho trước và đường tổng cầu dịch chuyển sang phải như trong Hình 2.

3. *Thuế.* Tại mọi tỷ lệ lạm phát cho trước, việc tăng thuế làm giảm thu nhập khả dụng, dẫn đến chi tiêu tiêu dùng và tổng cầu thấp hơn, dẫn đến tổng cầu giảm:

$$\overline{T}\uparrow \Rightarrow C\downarrow \Rightarrow Y^{ad}\downarrow$$

Tổng cầu giảm ở mọi tỷ lệ lạm phát cho trước, và đường tổng cầu dịch chuyển sang trái như trong Hình 1.

4. *Xuất khẩu ròng tự định.* Sự gia tăng tự định trong xuất khẩu ròng ở mọi tỷ lệ lạm phát cho trước sẽ bổ sung trực tiếp vào tổng cầu và do đó làm tăng tổng cầu:

$$\overline{NX}\uparrow \Rightarrow Y^{ad}\uparrow$$

Tổng cầu tăng ở mọi tỷ lệ lạm phát cho trước và đường tổng cầu dịch chuyển sang phải như trong Hình 2.

5. *Chi tiêu tiêu dùng tự định.* Khi người tiêu dùng trở nên lạc quan hơn, chi tiêu tiêu dùng tự định tăng lên và vì vậy người tiêu dùng chi tiêu nhiều hơn ở mọi tỷ lệ lạm phát cho trước. Tổng cầu do đó tăng:

$$\overline{C}\uparrow \Rightarrow Y^{ad}\uparrow$$

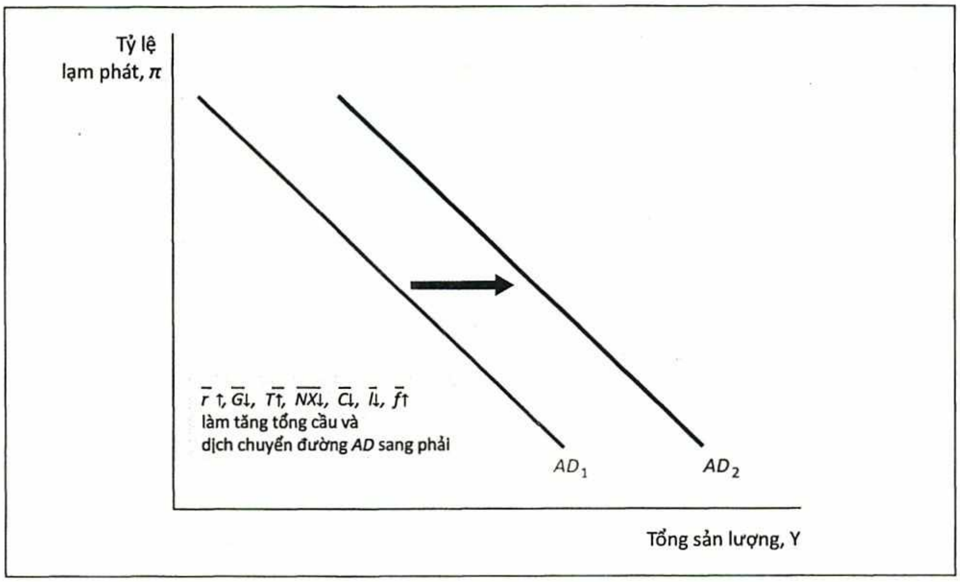
Tổng cầu tăng ở mọi tỷ lệ lạm phát cho trước và đường tổng cầu dịch chuyển sang phải như trong Hình 2.

MyLab Economics Bài giảng Mini

HÌNH 2

Dịch chuyển sang phải của Đường tổng cầu

Đường tổng cầu dịch chuyển sang phải, từ AD_1 đến AD_2, khi có nới lỏng tự định chính sách tiền tệ ($\bar{r}\downarrow$), tăng mua sắm của chính phủ ($\bar{G}\uparrow$), giảm thuế ($\bar{T}\downarrow$), tăng tự định xuất khẩu ròng ($\overline{NX}\uparrow$), tăng chi tiêu tiêu dùng tự định ($\bar{C}\uparrow$), tăng đầu tư tự định ($\bar{I}\uparrow$) hoặc giảm ma sát tài chính ($\bar{f}\downarrow$).



6. Đầu tư tự định. Khi các doanh nghiệp trở nên lạc quan hơn, đầu tư tự định tăng lên và các doanh nghiệp chi tiêu nhiều hơn ở mọi tỷ lệ lạm phát cho trước. Đầu tư theo kế hoạch tăng và tổng cầu tăng:

$$\bar{I}\uparrow \rightarrow Y^{ad}\uparrow$$

Tổng cầu tăng ở mọi tỷ lệ lạm phát cho trước và đường tổng cầu dịch chuyển sang phải như trong Hình 2.

7. Ma sát tài chính. Chi phí đi vay thực tế không chỉ phản ánh lãi suất thực của các công cụ nợ phi rủi ro, r, mà còn cả những ma sát tài chính, được ký hiệu là $\bar{f}$, là phần cộng vào chi phí đi vay thực do các vấn đề thông tin không cân xứng trên thị trường tài chính gây ra (mô tả trong Chương 8). Khi ma sát tài chính tăng lên, chi phí đi vay thực tế tăng lên, do đó, chi tiêu đầu tư theo kế hoạch sẽ giảm ở mọi tỷ lệ lạm phát cho trước và tổng cầu giảm:

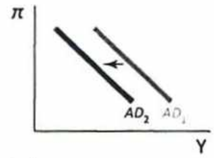
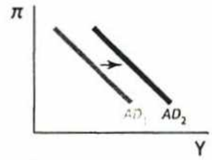
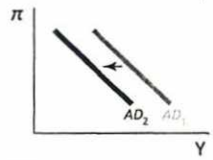
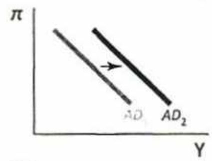
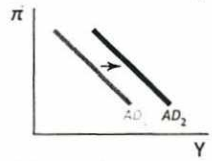
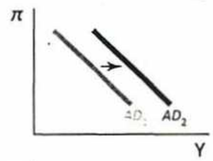
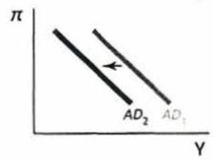
$$\bar{f}\uparrow \rightarrow I\downarrow \rightarrow Y^{ad}\downarrow$$

Tổng cầu giảm ở mọi tỷ lệ lạm phát cho trước, và đường tổng cầu dịch chuyển sang trái như trong Hình 1.

Kết luận từ phân tích của chúng ta như sau: ***Tổng cầu tăng ở mọi tỷ lệ lạm phát cho trước và đường tổng cầu dịch chuyển sang phải khi có: (1) nới lỏng tự định chính sách tiền tệ ($\bar{r}\downarrow$), (2) tăng mua sắm của chính phủ ($\bar{G}\uparrow$), (3) giảm thuế ($\bar{T}\downarrow$), (4) tăng xuất khẩu ròng tự định ($\overline{NX}\uparrow$), (5) tăng chi tiêu dùng tự định ($\bar{C}\uparrow$), (6) tăng đầu tư tự định ($\bar{I}\uparrow$), hoặc (7) giảm ma sát tài chính ($\bar{f}\downarrow$). Ngược lại, đường tổng cầu dịch chuyển sang trái khi bất kỳ yếu tố nào trong số này thay đổi theo hướng ngược lại.*** Để hỗ trợ nghiên cứu, Bảng Tóm tắt 1 tóm tắt sự thay đổi của đường tổng cầu xảy ra với những thay đổi của từng yếu tố trong số bảy yếu tố này.

BẢNG TÓM TẮT 1

Các yếu tố làm thay đổi đường tổng cầu

Yếu tố	**Thay đổi**	**Dịch chuyển đường tổng cầu**
Chính sách tiền tệ tự định, $\bar{r}$	↑	
Mua sắm của chính phủ, $\bar{G}$	↑	
Thuế, $\bar{T}$	↑	
Xuất khẩu ròng tự định, $\overline{NX}$	↑	
Chi tiêu tiêu dùng tự định, $\bar{C}$	↑	
Đầu tư tự định, $\bar{I}$	↑	
Ma sát tài chính, $\bar{f}$	↑	

Lưu ý: Chỉ các biến động tăng (↑) của các yếu tố được hiển thị. Tác động của việc giảm các yếu tố sẽ ngược lại với những ảnh hưởng được chỉ ra trong cột "Dịch chuyển".

TỔNG CUNG

Để hoàn thiện phân tích, chúng ta cần phải xây dựng một đường **tổng cung**, một đường biểu diễn mối quan hệ giữa lượng cung và tỷ lệ lạm phát. Trong phân tích cung cầu điển hình, chúng ta chỉ có một đường cung, nhưng vì giá cả và tiền lương cần thời gian để điều chỉnh mức dài hạn của chúng, nên đường tổng cung sẽ khác nhau trong ngắn hạn và dài hạn. Đầu tiên chúng ta tìm hiểu đường tổng cung dài hạn; sau đó sẽ xây dựng đường tổng cung ngắn hạn. Cuối cùng, chúng ta tìm hiểu cách cả hai đường này thay đổi theo thời gian và cách nền kinh tế chuyển từ ngắn hạn sang dài hạn.

Đường tổng cung dài hạn

Sản lượng nền kinh tế có thể sản xuất trong dài hạn được xác định bởi lượng vốn trong nền kinh tế, lượng lao động khi toàn dụng và công nghệ hiện có. Như đã thảo luận trong Chương 16, không thể tránh khỏi một lượng thất nghiệp vì lý do ma sát hoặc cấu trúc. Do đó, ở mức toàn dụng, thất nghiệp không ở mức 0 mà là ở mức trên 0, tại đó cầu lao động bằng cung lao động. **Tỷ lệ thất nghiệp tự nhiên** này là tỷ lệ nền kinh tế hướng tới trong dài hạn.[3] Nhiều nhà kinh tế cho rằng tỷ lệ thất nghiệp tự nhiên hiện đang ở khoảng 4% và 5%.

Mức tổng sản lượng được sản xuất ở tỷ lệ thất nghiệp tự nhiên được gọi là mức **sản lượng tự nhiên** nhưng thường được gọi là **sản lượng tiềm năng:** Đó là mức nền kinh tế sẽ đạt tới trong dài hạn tại mọi tỷ lệ lạm phát cho trước. Giả sử sản lượng tiềm năng là 10 nghìn tỷ đô la. Khi đó, đường tổng cung dài hạn (*LRAS*) thẳng đứng ở mức sản lượng tiềm năng 10 nghìn tỷ đô la, được ký hiệu là Y^P, như được vẽ trong Hình 3.

Đường tổng cung ngắn hạn

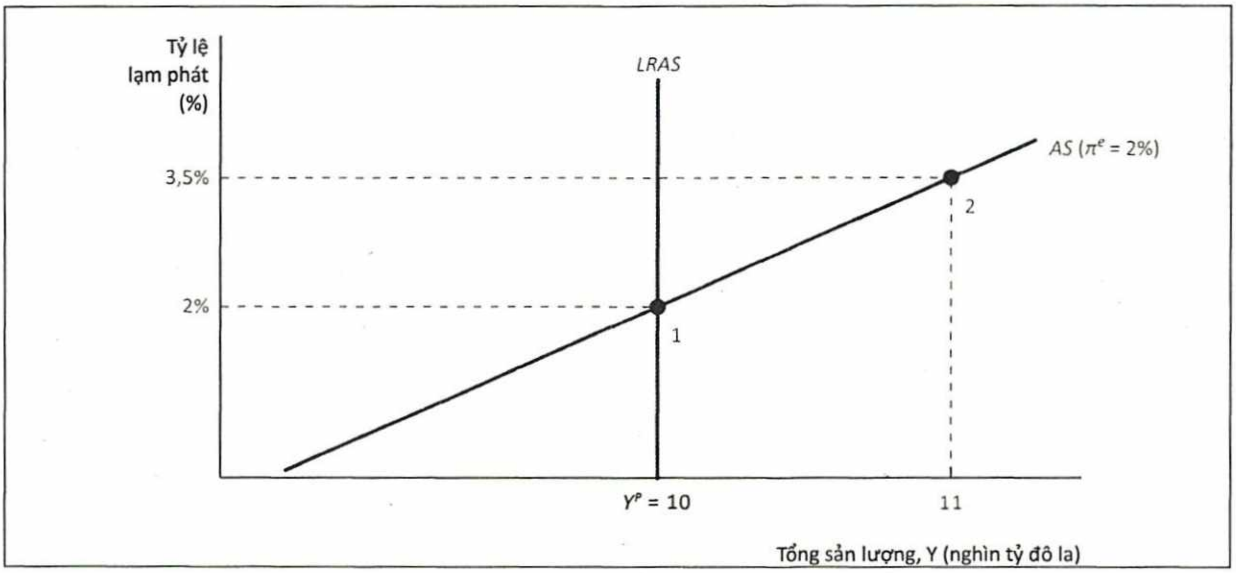
Đường tổng cung ngắn hạn dựa trên ý tưởng có ba yếu tố thúc đẩy lạm phát: (1) kỳ vọng về lạm phát, (2) chênh lệch sản lượng, và (3) các cú sốc lạm phát (cung).

Lạm phát kỳ vọng, π^e Người lao động và các công ty quan tâm đến tiền lương theo giá thực tế - nghĩa là lượng hàng hóa và dịch vụ mà tiền lương có thể mua được. Khi người lao động kỳ vọng tỷ lệ lạm phát dương, họ sẽ điều chỉnh tiền lương danh nghĩa theo tỷ lệ 1:1 với tỷ lệ lạm phát kỳ vọng để tiền lương thực tế không giảm. Do đó, nếu mọi thứ khác không đổi, lạm phát tiền lương sẽ tăng 1-1 với lạm phát kỳ vọng. Bởi vì tiền lương là chi phí quan trọng nhất trong sản xuất hàng hóa và dịch vụ, lạm phát tổng thể cũng sẽ tăng theo tỷ lệ 1-1 với sự gia tăng của lạm phát kỳ vọng.

Chênh lệch sản lượng **Chênh lệch sản lượng** được định nghĩa là phần trăm chênh lệch giữa sản lượng tổng và sản lượng tiềm năng, $Y - Y^P$. Khi sản lượng vượt quá mức tiềm năng và mức chênh lệch sản lượng là dương, thì nền kinh tế sẽ có rất ít nguồn lực dư thừa. Người lao động sẽ yêu cầu mức lương cao hơn, và các công ty sẽ tận dụng cơ hội để tăng giá. Kết quả cuối cùng sẽ là lạm phát cao hơn. Ngược lại, khi chênh lệch sản lượng âm thì nền kinh tế sẽ có rất nhiều nguồn lực dư thừa. Do đó, người lao động sẽ chấp nhận mức

[3]Khai triển chi tiết hơn về đường tổng cung trong ngắn hạn, dựa trên đường Phillips (thể hiện mối quan hệ giữa thất nghiệp và lạm phát), có trong phần phụ lục của chương này.

MyLab Economics Bài giảng Mini



HÌNH 3 **Đường tổng cung dài hạn và ngắn hạn**

Với mọi tỷ lệ lạm phát cho trước lượng tổng cung là mức sản lượng tiềm năng 10 nghìn tỷ đô la trong dài hạn, do đó đường tổng cung dài hạn *LRAS* là một đường thẳng đứng tại Y^P nghìn tỷ đô la. Đường tổng cung ngắn hạn, *AS*, với $\pi^e = 2\%$, dốc lên vì khi Y tăng so với Y^P thị trường lao động thắt chặt hơn và lạm phát tăng. *AS* giao với *LRAS* tại điểm 1, nơi lạm phát hiện tại bằng lạm phát kỳ vọng là 2%.

tăng lương ít hơn, và các công ty sẽ cần phải hạ giá để bán hàng hóa của họ, dẫn đến lạm phát thấp hơn.

Các cú sốc lạm phát (Cung) **Các cú sốc cung** xảy ra khi những cú sốc đối với cung hàng hóa và dịch vụ sản xuất ra trong nền kinh tế được chuyển thành **cú sốc lạm phát**, là sự thay đổi của lạm phát không phụ thuộc vào tình trạng nguồn lực của nền kinh tế hoặc lạm phát kỳ vọng. Ví dụ, khi cung dầu mỏ bị hạn chế, đã từng nhiều lần xảy ra khi các nước Trung Đông có chiến tranh, giá dầu tăng dẫn đến các công ty phải tăng giá nhiều hơn để phản ánh chi phí sản xuất tăng lên, do đó làm tăng lạm phát. Các cú sốc lạm phát năng lượng cũng có thể xảy ra khi cầu tăng lên—ví dụ, cầu tăng từ các nước đang phát triển như Trung Quốc, chẳng hạn như xảy ra trong năm 2007–2008—lại làm tăng lạm phát. Các cú sốc lạm phát cũng có thể đến từ việc tăng giá nhập khẩu hoặc từ **cú sốc chi phí đẩy** tại đó người lao động đẩy lương cao hơn mức tăng năng suất, do đó làm tăng chi phí và lạm phát.

Đường tổng cung ngắn hạn Kết hợp tất cả các phân tích lại với nhau, chúng ta có thể viết phương trình sau cho đường tổng cung ngắn hạn:

$$\pi = \pi^e + \gamma(Y - Y^P) + \rho$$

lạm phát = lạm phát kỳ vọng + γ X chênh lệch sản lượng + sốc lạm phát (2)

trong đó

π = lạm phát
π^e = lạm phát kỳ vọng
$Y - Y^P$ = chênh lệch sản lượng
γ = độ nhạy của lạm phát đối với chênh lệch sản lượng
ρ = cú sốc lạm phát

Đường tổng cung ngắn hạn được đưa ra trong Công thức 2 cho chúng ta biết rằng lạm phát chịu tác động bởi ba yếu tố: (1) kỳ vọng về lạm phát, (2) chênh lệch sản lượng và (3) cú sốc lạm phát.

Tại sao đường tổng cung ngắn hạn lại dốc lên Để xem tại sao đường tổng cung ngắn hạn, *AS*, trong Hình 3 lại dốc lên, hãy giả sử rằng lạm phát kỳ vọng là 2% và không có cú sốc lạm phát nào. Khi sản lượng thực tế bằng sản lượng tiềm năng ở mức 10 nghìn tỷ đô la, thì chênh lệch sản lượng, $Y - Y^P$, bằng 0, và do đó Công thức 2 chỉ ra rằng tỷ lệ lạm phát sẽ bằng tỷ lệ lạm phát kỳ vọng là 2%. Sự kết hợp của 10 nghìn tỷ đô la tổng sản lượng và tỷ lệ lạm phát 2% được thể hiện bằng điểm 1 trên đường *AS*. (Lưu ý rằng đường tổng cung ngắn hạn trong Hình 3 được đánh dấu là AS ($\pi^e = 2\%$) để cho biết nó được vẽ với giả định $\pi^e = 2\%$.)

Bây giờ, giả sử rằng tổng sản lượng tăng lên 11 nghìn tỷ đô la. Bởi vì chênh lệch sản lượng bây giờ là dương ($Y = 11$ nghìn tỷ đô la $> Y^P = 10$ nghìn tỷ đô la), Công thức 2 chỉ ra rằng lạm phát sẽ tăng trên 2%, tương đương với 3,5%, được đánh dấu là điểm 2. Đường nối điểm 1 và 2 là đường tổng cung ngắn hạn, *AS*, và nó dốc lên. Khi Y tăng so với Y^P và $Y > Y^P$, thị trường lao động thắt chặt hơn và các công ty tăng giá với tốc độ nhanh hơn, khiến tỷ lệ lạm phát tăng lên. Do đó, đường *AS* dốc lên.

Sự cứng nhắc của giá và đường tổng cung ngắn hạn

Nếu tiền lương và giá cả ổn định, lạm phát sẽ điều chỉnh chậm theo thời gian. Tiền lương và giá cả càng linh hoạt thì chúng và lạm phát càng phản ứng nhanh chóng với sự sai lệch của sản lượng so với sản lượng tiềm năng; nghĩa là, tiền lương và giá cả càng linh hoạt ngụ ý rằng giá trị của γ càng cao, điều này làm đường tổng cung trong ngắn hạn dốc hơn. Nếu tiền lương và giá cả tuyệt đối linh hoạt, thì γ trở nên lớn đến mức đường tổng cung ngắn hạn trở thành thẳng đứng và trùng với đường tổng cung dài hạn.

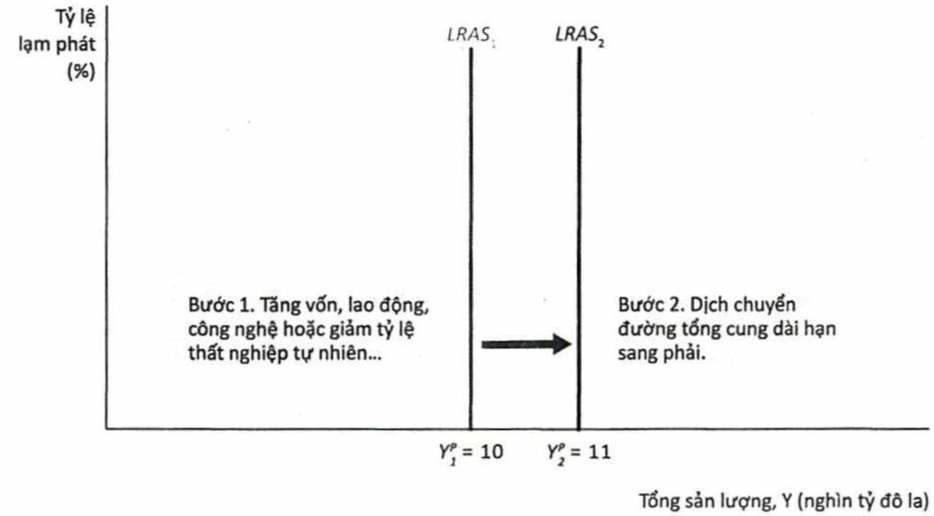
SỰ DỊCH CHUYỂN CỦA ĐƯỜNG TỔNG CUNG

Sau khi đã tìm hiểu các đường tổng cung dài hạn và ngắn hạn, bây giờ chúng ta có thể xác định lý do mỗi đường này dịch chuyển.

Sự dịch chuyển của đường tổng cung dài hạn

Lượng cung sản lượng trong dài hạn được xác định bởi ba yếu tố làm cho sản lượng tiềm năng thay đổi và do đó làm dịch chuyển đường tổng cung dài hạn: (1) tổng lượng vốn trong nền kinh tế, (2) tổng lượng lao động trong nền kinh tế, và (3) công nghệ kết hợp lao động và vốn để sản xuất hàng hóa và dịch vụ. Khi bất kỳ yếu tố nào trong ba yếu tố này tăng lên, sản lượng tiềm năng tăng, chẳng hạn từ $Y_1^P = 10$ nghìn tỷ đô la lên $Y_2^P = 11$ nghìn tỷ đô la và đường tổng cung dài hạn dịch chuyển sang phải, từ $LRAS_1$ đến $LRAS_2$ trong Hình 4.

MyLab Economics Bài giảng Mini



HÌNH 4 Sự dịch chuyển của đường tổng cung dài hạn

Đường tổng cung dài hạn dịch chuyển sang phải từ $LRAS_1$ sang $LRAS_2$ khi (1) tổng lượng vốn trong nền kinh tế tăng lên, (2) tổng lượng lao động cung ứng trong nền kinh tế tăng lên, (3) sự cải tiến công nghệ, hoặc (4) giảm tỷ lệ thất nghiệp tự nhiên. Một chuyển động ngược lại trong các biến này sẽ dịch chuyển đường *LRAS* sang trái.

Vì cả ba yếu tố này thường tăng trưởng khá ổn định theo thời gian, nên Y^P và đường tổng cung dài hạn sẽ tiếp tục dịch chuyển sang phải với tốc độ ổn định. Để đơn giản hóa mọi thứ trong các sơ đồ sau của chương này và các chương tiếp theo, khi Y^P đang tăng với tốc độ ổn định, chúng ta sẽ biểu diễn Y^P và đường tổng cung dài hạn là cố định.

Một nguồn khác dẫn đến dịch chuyển đường tổng cung dài hạn là những thay đổi trong tỷ lệ thất nghiệp tự nhiên. Nếu tỷ lệ thất nghiệp tự nhiên giảm, điều đó có nghĩa là lao động đang được sử dụng nhiều hơn, và do đó sản lượng tiềm năng sẽ tăng lên. Tỷ lệ thất nghiệp tự nhiên giảm làm dịch chuyển đường tổng cung dài hạn sang phải, từ $LRAS_1$ sang $LRAS_2$ trong Hình 4. Tỷ lệ thất nghiệp tự nhiên tăng sẽ có tác động ngược lại, làm dịch chuyển tổng cung dài hạn đường sang trái.

Kết luận từ phân tích của chúng ta như sau: ***Đường tổng cung dài hạn dịch chuyển sang phải khi (1) tổng lượng vốn trong nền kinh tế tăng lên, (2) tổng lượng lao động trong nền kinh tế tăng, (3) sự cải tiến công nghệ, hoặc (4) sự suy giảm tỷ lệ thất nghiệp tự nhiên. Một chuyển động ngược lại của các biến này sẽ dịch chuyển đường LRAS sang trái.***

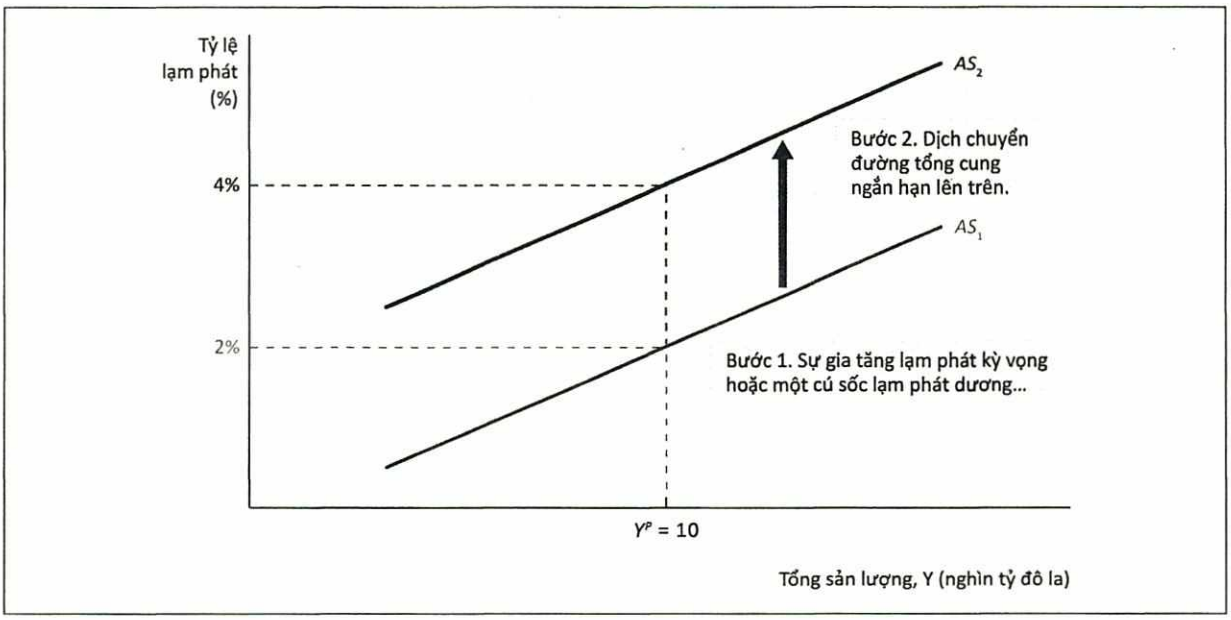
Sự dịch chuyển của đường tổng cung ngắn hạn

Ba thành phần ở vế phải của Phương trình 2 gợi ý rằng ba yếu tố có thể làm thay đổi đường tổng cung ngắn hạn: (1) lạm phát kỳ vọng, (2) chênh lệch sản lượng kéo dài và (3) cú sốc lạm phát.

Lạm phát kỳ vọng Điều gì sẽ xảy ra nếu một chủ tịch mới được bổ nhiệm của Cục Dự trữ Liên bang nghĩ rằng lạm phát là không quá tốn kém và do đó cho phép tỷ lệ lạm phát cao hơn hai điểm phần trăm so với tỷ lệ hiện tại? Các hộ gia đình và doanh nghiệp sau đó sẽ kỳ vọng rằng Fed sẽ theo đuổi các chính sách khiến lạm phát tăng lên, ví dụ như hai điểm phần trăm trong tương lai, và sẽ tăng lương và giá cả bằng lượng tăng thêm này. Trong tình huống như vậy, lạm phát kỳ vọng π^e sẽ tăng hai điểm phần trăm, và đường tổng cung ngắn hạn sẽ dịch chuyển lên trên và sang trái, từ AS_1 đến AS_2 trong Hình 5. ***Sự gia tăng lạm phát kỳ vọng làm cho đường tổng cung ngắn hạn dịch chuyển lên trên và sang trái. Ngược lại, lạm phát kỳ vọng giảm làm cho đường tổng cung ngắn hạn dịch chuyển xuống dưới và sang phải. Sự thay đổi của lạm phát kỳ vọng càng lớn thì sự dịch chuyển càng lớn.***

Cú sốc lạm phát Giả sử rằng giá năng lượng đột ngột tăng cao do khủng bố phá hủy một số mỏ dầu. Sự hạn chế cung (một cú sốc cung bất lợi) này làm cho thành phần sốc lạm phát ρ trong Phương trình 2 tăng lên, và do đó, đường tổng cung ngắn hạn dịch chuyển lên và sang trái, từ AS_1 sang AS_2 trong Hình 5. Một cú sốc cung dương, làm giảm lạm phát, sẽ có tác động ngược lại và làm cho đường tổng cung ngắn hạn dịch chuyển xuống dưới và sang phải. ***Các cú sốc cung âm làm tăng lạm phát làm cho đường tổng cung ngắn hạn dịch chuyển lên trên và sang trái, trong khi các cú sốc cung dương làm giảm lạm phát làm cho đường tổng cung ngắn hạn dịch chuyển xuống và sang phải.***

MyLab Economics Bài giảng Mini



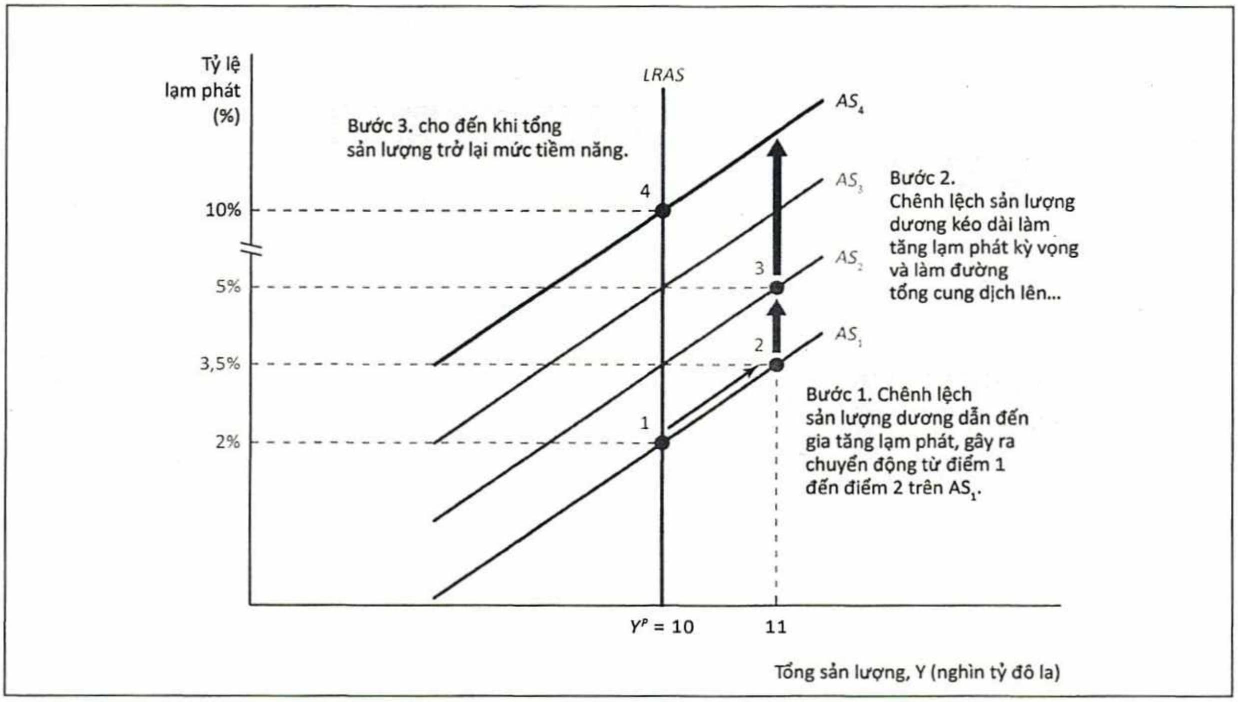
HÌNH 5 Sự dịch chuyển của Đường tổng cung trong ngắn hạn từ những thay đổi về lạm phát kỳ vọng và các cú sốc lạm phát

Sự gia tăng lạm phát kỳ vọng hoặc cú sốc lạm phát dương sẽ làm dịch chuyển đường tổng cung ngắn hạn đi lên từ AS_1 đến AS_2. (Mức lạm phát kỳ vọng giảm hoặc cú sốc lạm phát âm sẽ dẫn đến sự dịch chuyển xuống của đường AS.)

Chênh lệch sản lượng kéo dài Chúng ta đã thấy rằng chênh lệch sản lượng cao hơn dẫn đến lạm phát cao hơn, gây ra sự di chuyển dọc theo đường tổng cung trong ngắn hạn. Chúng ta có thể biểu diễn kịch bản này bằng sự dịch chuyển từ điểm 1 đến điểm 2 trên đường tổng cung ngắn hạn ban đầu AS_1 trong Hình 6. Tuy nhiên, chênh lệch sản lượng liên tục sẽ khiến đường tổng cung ngắn hạn dịch chuyển do ảnh hưởng đến lạm phát kỳ vọng. Để thấy được điều này, hãy xem xét điều gì sẽ xảy ra nếu tổng sản lượng duy trì ở mức 11 nghìn tỷ đô la, lớn hơn sản lượng tiềm năng là $Y^P = 10$ nghìn tỷ đô la, để chênh lệch sản lượng tiếp tục dương. Tại điểm 2 trên đường tổng cung ngắn hạn ban đầu, AS_1, sản lượng tăng lên 11 nghìn tỷ đô la và lạm phát tăng từ 2% lên 3,5%. Mức lạm phát cao hơn này sẽ làm cho lạm phát kỳ vọng tăng trong thời kỳ tiếp theo và do đó, đường tổng cung ngắn hạn cho thời kỳ tiếp theo, AS_2, sẽ dịch chuyển lên trên. Nếu sản lượng duy trì trên sản lượng tiềm năng tại điểm 3, lạm phát sẽ tăng thêm, lên 5,0%. Lạm phát cao hơn này sau đó sẽ dẫn đến lạm phát kỳ vọng cao hơn và, như mũi tên dọc chỉ ra, đường tổng cung ngắn hạn sẽ dịch chuyển lên AS_3 trong thời gian tới.

Khi nào đường tổng cung ngắn hạn ngừng tăng? Nó sẽ chỉ dừng lại khi sản lượng quay trở lại mức tiềm năng và chênh lệch sản lượng biến mất. Tại điểm này, không còn lý do gì để lạm phát thực tế và kỳ vọng tăng lên. Giả sử điều này xảy ra khi lạm phát ở mức 10% và tổng sản lượng $Y = 10$ nghìn tỷ đô la $= Y^P$. Bởi vì chênh lệch sản lượng hiện bằng 0, đường

MyLab Economics Bài giảng Mini

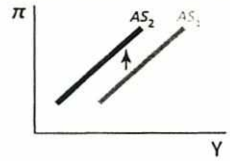
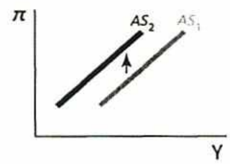
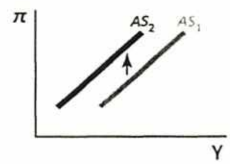


HÌNH 6 Sự dịch chuyển của Đường tổng cung trong ngắn hạn do chênh lệch sản lượng dương kéo dài

Khi sản lượng cao hơn tiềm năng, nền kinh tế di chuyển dọc theo đường AS_1 từ điểm 1 đến điểm 2 và lạm phát tăng lên 3,5%. Nếu sản lượng tiếp tục duy trì trên mức sản lượng tiềm năng, trong đó mức chênh lệch sản lượng dương, đường tổng cung ngắn hạn sẽ dịch chuyển lên trên, tới AS_2 và sau đó là AS_3. Đường tổng cung ngắn hạn ngừng dịch chuyển lên khi nền kinh tế đạt đến điểm 4 trên đường tổng cung ngắn hạn AS_4, nơi chênh lệch sản lượng một lần nữa bằng không.

BẢNG TÓM TẮT 2

Các yếu tố làm thay đổi đường tổng cung trong ngắn hạn

Yếu tố	**Thay đổi**	**Dịch chuyển đường cung**
Lạm phát kỳ vọng, π^e	↑	
Sốc lạm phát, ρ	↑	
Chênh lệch sản lượng liên tục, $(Y - Y^P)$	↑	

Lưu ý: Chỉ các biến động tăng (↑) của các yếu tố được hiển thị. Tác động của việc giảm các yếu tố sẽ ngược lại với những ảnh hưởng được chỉ ra trong cột "Dịch chuyển".

tổng cung AS_4 được vẽ qua điểm 4 không có lý do gì để dịch chuyển vì lạm phát và lạm phát kỳ vọng đã ngừng tăng.

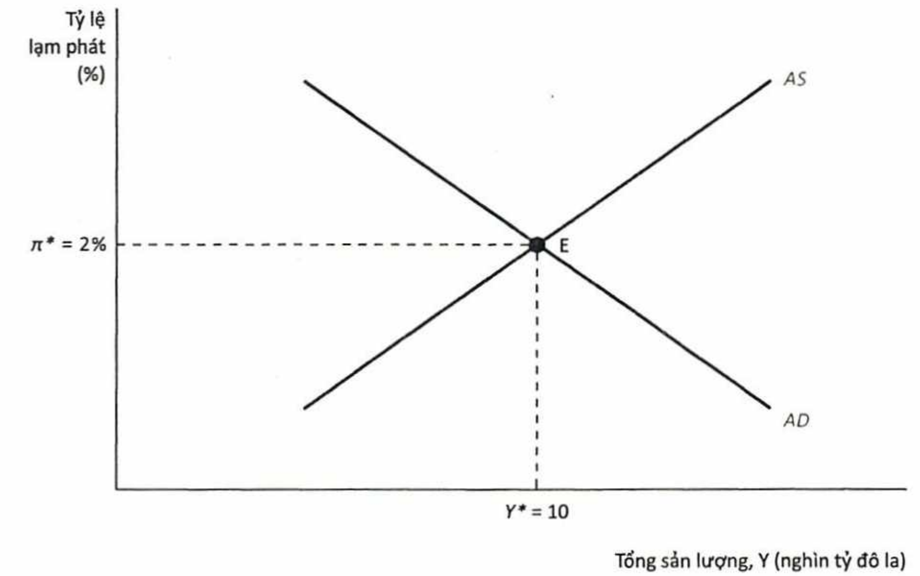
Lập luận tương tự chỉ ra rằng nếu tổng sản lượng được duy trì dưới mức tiềm năng trong một khoảng thời gian, $Y < Y^P$, thì đường tổng cung ngắn hạn sẽ dịch chuyển xuống dưới và sang phải. Sự dịch chuyển xuống của đường tổng cung sẽ chỉ dừng lại khi sản lượng quay trở lại mức tiềm năng và nền kinh tế quay trở lại đường tổng cung trong dài hạn.

Phân tích của chúng ta đưa ra kết luận sau: ***Khi tổng sản lượng cao hơn sản lượng tiềm năng, do đó tồn tại chênh lệch sản lượng dương kéo dài, đường tổng cung ngắn hạn dịch chuyển lên trên và sang trái. Ngược lại, khi tổng sản lượng giảm xuống dưới mức sản lượng tiềm năng, đường tổng cung ngắn hạn dịch chuyển xuống dưới và sang phải. Chỉ khi tổng sản lượng quay trở lại mức sản lượng tiềm năng thì đường tổng cung ngắn hạn mới ngừng dịch chuyển.*** Để hỗ trợ nghiên cứu, Bảng Tóm tắt 2 khái quát sự thay đổi của đường tổng cung ngắn hạn do ba yếu tố này gây ra.

TRẠNG THÁI CÂN BẰNG TRONG PHÂN TÍCH TỔNG CẦU VÀ TỔNG CUNG

Bây giờ chúng ta có thể ghép đường tổng cầu và đường cung lại với nhau để mô tả trạng thái **cân bằng tổng quát** trong nền kinh tế, tại đó tất cả các thị trường đồng thời ở trạng thái cân bằng và tổng lượng cầu bằng tổng lượng cung. Trạng thái cân bằng tổng quát trên

MyLab Economics Bài giảng Mini



HÌNH 7 **Trạng thái cân bằng trong ngắn hạn**

Trạng thái cân bằng ngắn hạn xảy ra tại điểm E, tại giao điểm của đường tổng cầu *AD* và đường tổng cung ngắn hạn *AS*.

đồ thị được biểu diễn bằng điểm tại đó đường tổng cầu cắt đường tổng cung. Tuy nhiên, hãy nhớ rằng ta có hai đường tổng cung: một cho ngắn hạn và một cho dài hạn. Do đó, trong bối cảnh phân tích tổng cung và cầu, có những điểm cân bằng trong ngắn hạn và dài hạn. Trong phần này, chúng ta minh họa trạng thái cân bằng trong ngắn hạn và dài hạn. Trong các phần tiếp theo, chúng ta xem xét các cú sốc tổng cầu và tổng cung dẫn đến những thay đổi trong trạng thái cân bằng.

Trạng thái cân bằng trong ngắn hạn

Hình 7 minh họa trạng thái cân bằng ngắn hạn trong đó tổng lượng cầu bằng lượng cung. Trong Hình 7, đường tổng cầu ngắn hạn *AD* và đường tổng cung ngắn hạn *AS* cắt nhau tại điểm E, với mức cân bằng của tổng sản lượng là $Y^* = 10$ nghìn tỷ đô la và tỷ lệ lạm phát cân bằng là $\pi^* = 2\%$.

Cách thức trạng thái cân bằng ngắn hạn chuyển dần sang trạng thái cân bằng dài hạn

Trong phân tích cung cầu, một khi chúng ta tìm thấy điểm cân bằng tại đó lượng cầu bằng với lượng cung, thì thông thường không cần phân tích thêm nữa. Tuy nhiên trong phân tích *tổng* cung và cầu, điều này không đúng. Ngay cả khi lượng tổng sản lượng được

cầu bằng với lượng cung tại giao điểm của đường tổng cầu và đường tổng cung trong ngắn hạn, nếu sản lượng khác với mức tiềm năng ($Y^* \neq Y^P$), điểm cân bằng ngắn hạn sẽ di chuyển theo thời gian. Để hiểu tại sao, hãy lưu ý rằng nếu mức lạm phát hiện tại thay đổi so với mức ban đầu, thì đường tổng cung ngắn hạn sẽ dịch chuyển khi tiền lương và giá cả điều chỉnh theo một tỷ lệ lạm phát kỳ vọng mới.

Chúng ta xem xét cách thức cân bằng ngắn hạn thay đổi theo thời gian để đáp ứng hai tình huống: khi sản lượng cân bằng ngắn hạn ban đầu cao hơn sản lượng tiềm năng (tỷ lệ sản lượng tự nhiên) và khi sản lượng ban đầu thấp hơn sản lượng tiềm năng.

Trong bảng (a) của Hình 8, điểm cân bằng ban đầu xảy ra tại điểm 1, giao điểm của đường tổng cầu *AD* và đường tổng cung ngắn hạn ban đầu AS_1. Mức sản lượng cân bằng, $Y_1 = 11$ nghìn tỷ đô la, lớn hơn sản lượng tiềm năng, $Y^P = 10$ nghìn tỷ đô la, và có sự thắt chặt quá mức trong thị trường lao động. Do đó, chênh lệch sản lượng dương ở mức Y_1 đẩy tiền lương lên và khiến các công ty tăng giá với tốc độ nhanh hơn. Lạm phát sau đó tăng vượt mức ban đầu, π_1. Với tỷ lệ lạm phát cao hơn này, các công ty và hộ gia đình sẽ điều chỉnh kỳ vọng của họ trong kỳ tới, và lạm phát kỳ vọng trở nên cao hơn. Sau đó, tiền lương và giá cả tăng nhanh hơn, và đường tổng cung dịch chuyển lên trên và sang trái, từ AS_1 đến AS_2.

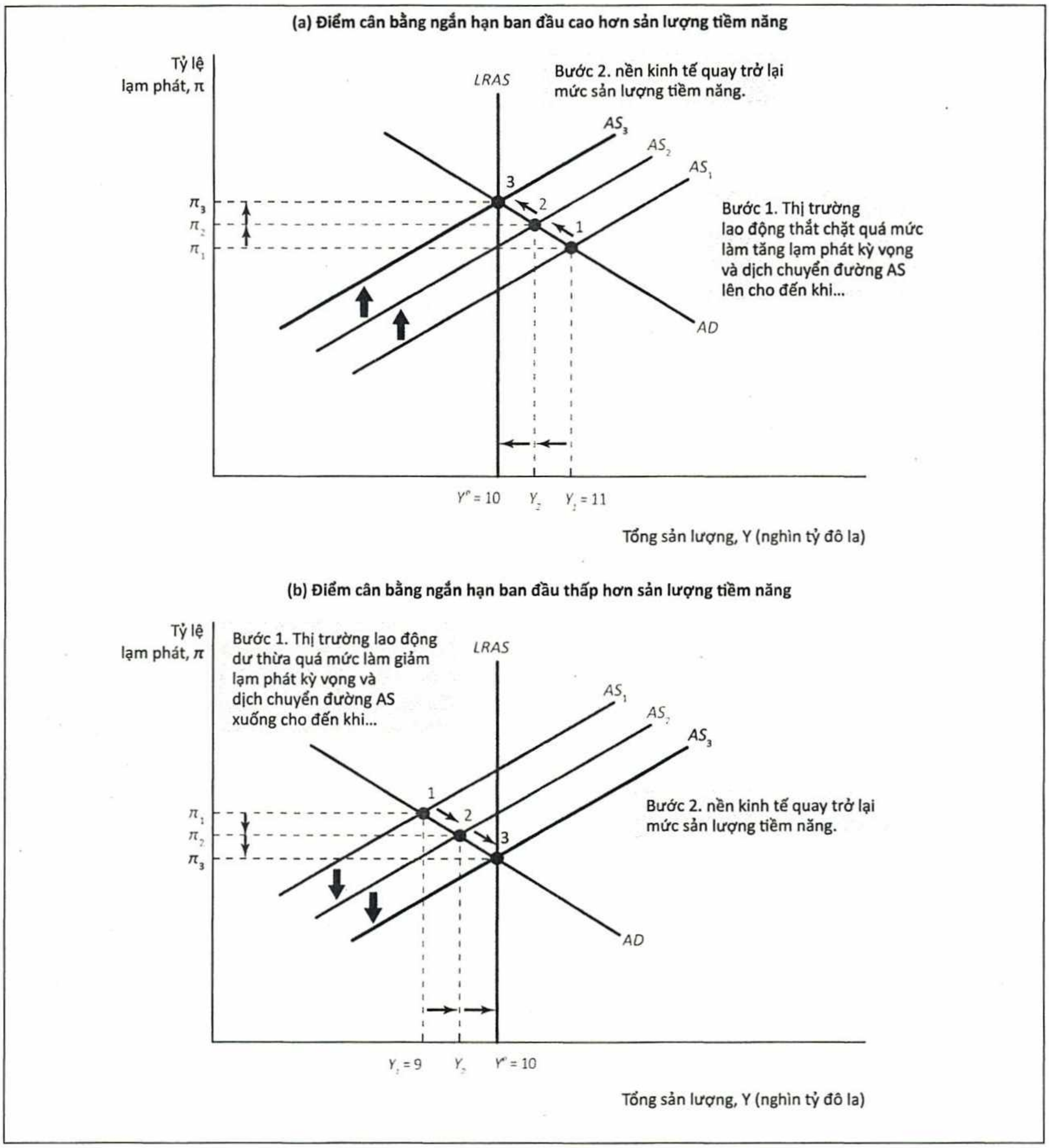
Điểm cân bằng ngắn hạn mới tại điểm 2 là sự di chuyển lên dọc theo đường tổng cầu và sản lượng giảm xuống Y_2. Tuy nhiên, do tổng sản lượng Y_2 vẫn cao hơn sản lượng tiềm năng Y^P, nên lạm phát lại tăng cao hơn giá trị trong kỳ trước. Lạm phát kỳ vọng tăng hơn nữa, cuối cùng làm dịch chuyển đường tổng cung lên trên và sang trái sang AS_3. Nền kinh tế đạt trạng thái cân bằng dài hạn tại điểm 3 trên đường tổng cung dài hạn thẳng đứng (*LRAS*), ở mức $Y^P = 10$ nghìn tỷ đô la. Bởi vì sản lượng ở mức tiềm năng, không có áp lực tăng lạm phát nữa và do đó không có xu hướng dịch chuyển đường tổng cung.

Các chuyển động trong bảng (a) chỉ ra rằng theo thời gian nền kinh tế sẽ không ở lại mức sản lượng cao hơn sản lượng tiềm năng 10 nghìn tỷ đô la. Cụ thể, đường tổng cung trong ngắn hạn sẽ dịch chuyển lên trên và sang trái, làm tăng tỷ lệ lạm phát và khiến nền kinh tế (trạng thái cân bằng) di chuyển lên trên dọc theo đường tổng cầu cho đến khi nó dừng lại tại một điểm trên đường cung tổng dài hạn (*LRAS*) ở mức sản lượng tiềm năng $Y^P = 10$ nghìn tỷ đô la.

Trong bảng (b), tại điểm cân bằng ban đầu tại điểm 1, sản lượng $Y_1 = 9$ nghìn tỷ đô la thấp hơn mức sản lượng tiềm năng 10 nghìn tỷ đô la. Bởi vì tỷ lệ thất nghiệp hiện cao hơn tỷ lệ tự nhiên, nên thị trường lao động đang bị dư thừa nguồn lực. Sự dư thừa ở $Y_1 = 9$ nghìn tỷ đô la này làm giảm lạm phát, làm giảm lạm phát kỳ vọng và dịch chuyển đường tổng cung ngắn hạn trong giai đoạn tiếp theo xuống và sang phải, sang AS_2.

Điểm cân bằng bây giờ chuyển sang điểm 2 và sản lượng tăng lên Y_2. Tuy nhiên, do tổng sản lượng Y_2 vẫn thấp hơn sản lượng tiềm năng Y^P, lạm phát lại giảm so với giá trị của nó trong kỳ trước, khiến lạm phát kỳ vọng giảm xuống. Sự suy giảm lạm phát kỳ vọng này sẽ làm dịch chuyển đường tổng cung xuống cho đến khi nó dừng lại ở mức AS_3. (Trạng thái cân bằng của) nền kinh tế di chuyển xuống dọc theo đường tổng cầu cho đến khi nó đạt đến điểm cân bằng dài hạn tại điểm 3, tại giao điểm của đường tổng cầu (*AD*) và đường tổng cung dài hạn (*LRAS*) tại $Y^P = 10$ nghìn tỷ đô la. Tại đây, như trong bảng (a), nền kinh tế sẽ dừng lại khi sản lượng trở lại mức tiềm năng.

MyLab Economics Bài giảng Mini



HÌNH 8 Điều chỉnh của trạng thái cân bằng dài hạn trong phân tích tổng cung và cầu

Trong cả hai bảng, điểm cân bằng ngắn hạn ban đầu là tại điểm 1, tại giao điểm của *AD* và AS_1. Trong bảng (a), điểm cân bằng ngắn hạn ban đầu cao hơn sản lượng tiềm năng, điểm cân bằng dài hạn, và do đó, đường tổng cung ngắn hạn dịch chuyển lên trên cho đến khi nó đạt AS_3, nơi sản lượng quay trở lại Y^P. Trong bảng (b), điểm cân bằng trong ngắn hạn ban đầu thấp hơn sản lượng tiềm năng, và do đó, đường tổng cung ngắn hạn dịch chuyển xuống cho đến khi sản lượng quay trở lại Y^P. Trong cả hai bảng, cơ chế tự điều chỉnh của nền kinh tế đưa nền kinh tế trở lại mức sản lượng tiềm năng.

Cơ chế tự điều chỉnh

Lưu ý rằng trong cả hai bảng của Hình 8, bất kể sản lượng ban đầu ở đâu, thì cuối cùng sẽ trở về sản lượng tiềm năng. Chúng ta gọi tính năng này là **cơ chế tự điều chỉnh**. Cơ chế tự điều chỉnh xảy ra do đường tổng cung ngắn hạn dịch chuyển lên hoặc xuống để khôi phục nền kinh tế về trạng thái cân bằng dài hạn khi toàn dụng (tổng sản lượng đạt mức tiềm năng) theo thời gian.

THAY ĐỔI CỦA TRẠNG THÁI CÂN BẰNG: SỐC TỔNG CẦU

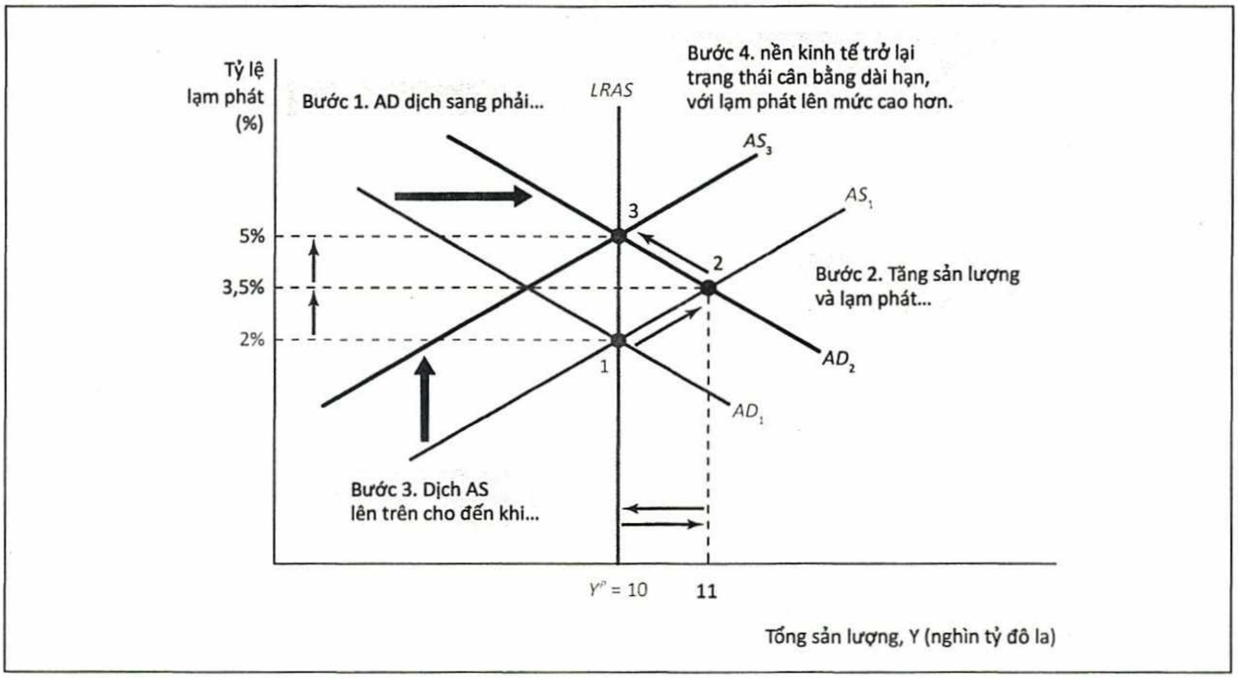
Với hiểu biết về sự khác biệt giữa điểm cân bằng ngắn hạn và dài hạn, giờ đây chúng ta đã sẵn sàng để phân tích điều gì sẽ xảy ra khi nền kinh tế trải qua những cú sốc cầu, là những cú sốc khiến đường tổng cầu dịch chuyển. Hình 9 mô tả các tác động của sự dịch chuyển sang phải trong đường tổng cầu do các cú sốc dương về cầu, có thể do những điều sau đây gây ra:

- Nới lỏng tự định chính sách tiền tệ ($\bar{r}\downarrow$, giảm lãi suất thực tại mọi tỷ lệ lạm phát cho trước)
- Gia tăng mua sắm của chính phủ ($\bar{G}\uparrow$)
- Giảm thuế ($\bar{T}\downarrow$)
- Tăng xuất khẩu ròng tự định ($\overline{NX}\uparrow$)
- Tăng chi tiêu dùng tự định ($\bar{C}\uparrow$)
- Tăng đầu tư tự định ($\bar{I}\uparrow$)
- Giảm ma sát tài chính ($\bar{f}\downarrow$)

Hình 9 cho thấy nền kinh tế ban đầu ở trạng thái cân bằng dài hạn tại điểm 1, nơi đường tổng cầu ban đầu AD_1 cắt đường tổng cung ngắn hạn AS_1 tại Y^P = 10 nghìn tỷ đô la và tỷ lệ lạm phát là 2%. Giả sử rằng người tiêu dùng và doanh nghiệp trở nên lạc quan hơn và sự gia tăng tiêu dùng và đầu tư tự định do sự lạc quan này tạo ra cú sốc cầu dương làm dịch chuyển đường tổng cầu sang phải AD_2. Nền kinh tế di chuyển đường tổng cung ngắn hạn AS_1 lên điểm 2, và sản lượng và lạm phát lần lượt tăng lên 11 nghìn tỷ đô la và 3,5%. Tuy nhiên, nền kinh tế sẽ không duy trì ở điểm 2 trong dài hạn vì sản lượng ở mức 11 nghìn tỷ đô la cao hơn sản lượng tiềm năng. Lạm phát kỳ vọng sẽ tăng, và đường tổng cung ngắn hạn cuối cùng sẽ dịch chuyển lên AS_3. Do đó, (trạng thái cân bằng của) nền kinh tế sẽ di chuyển lên đường AD_2 từ điểm 2 đến điểm 3, là điểm cân bằng dài hạn, tại đó lạm phát bằng 5% và sản lượng quay trở lại Y^P = 10 nghìn tỷ đô la. ***Mặc dù tác động ngắn hạn ban đầu của sự dịch chuyển sang phải trong đường tổng cầu là tăng cả lạm phát và sản lượng, nhưng ảnh hưởng cuối cùng trong dài hạn là chỉ tăng lạm phát, bởi vì sản lượng quay trở lại mức ban đầu tại Y^P.*** [4]

[4] Phân tích ở đây giả định rằng mỗi cú sốc nhu cầu dương này xảy ra trong khi mọi thứ khác không đổi, giả định *ceteris paribus* thông thường ("những thứ khác bằng nhau") là giả định tiêu chuẩn trong phân tích cung cầu. Điều này có nghĩa là ngân hàng trung ương được cho là không phản ứng với các cú sốc về nhu cầu. Trong chương tiếp theo, chúng ta nới lỏng giả định này và cho phép các nhà hoạch định chính sách tiền tệ ứng phó với những cú sốc này. Như chúng ta sẽ thấy, nếu các nhà hoạch định chính sách tiền tệ muốn kiềm chế lạm phát gây ra bởi cú sốc cầu dương, họ sẽ phản ứng bằng thắt chặt chính sách tiền tệ tự định.

MyLab Economics Bài giảng Mini



HÌNH 9 Cú sốc cầu dương

Một cú sốc cầu dương làm dịch chuyển đường tổng cầu đi lên từ AD_1 đến AD_2 và di chuyển nền kinh tế từ điểm 1 sang điểm 2, dẫn đến lạm phát cao hơn ở mức 3,5% và sản lượng cao hơn là 11 nghìn tỷ đô la. Do sản lượng lớn hơn sản lượng tiềm năng và do đó lạm phát kỳ vọng tăng, đường tổng cung ngắn hạn bắt đầu dịch chuyển lên, cuối cùng đạt AS_3. Tại thời điểm 3, nền kinh tế trở lại trạng thái cân bằng trong dài hạn, với sản lượng $Y^P = 10$ nghìn tỷ đô la và mức lạm phát tăng lên 5%.

Nguồn: Báo cáo kinh tế của Tổng thống.

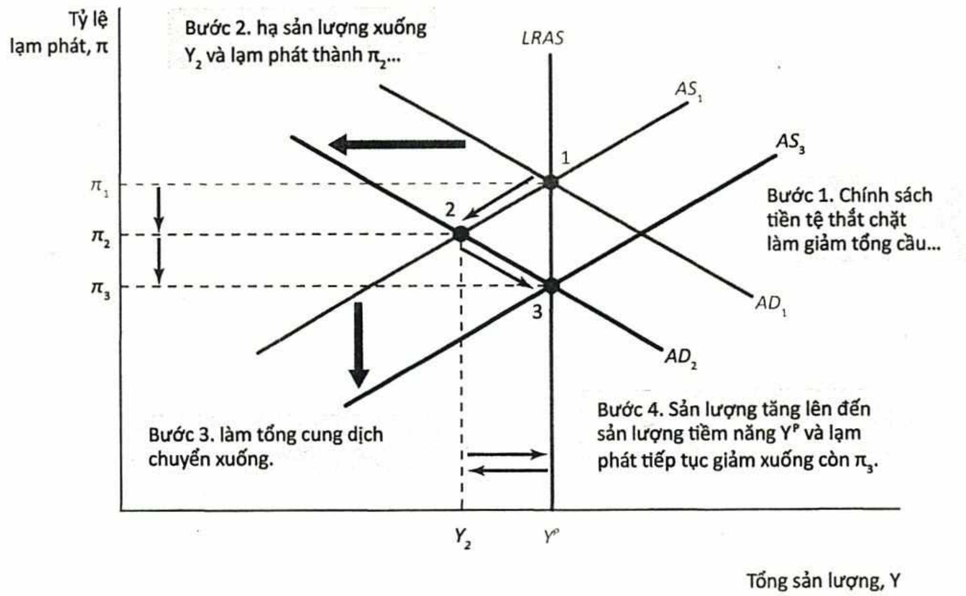
Giờ đây, bạn có thể nhận phần thưởng cho công việc xây dựng mô hình đầy vất vả của mình, khi áp dụng mô hình tổng cầu và tổng cung cho các cú sốc cầu. Trong suốt phần còn lại của chương này, chúng ta sẽ áp dụng phân tích tổng cung và tổng cầu cho một số giai đoạn chu kỳ kinh doanh, cả ở Hoa Kỳ và nước ngoài, trong 40 năm qua. Để đơn giản hóa phân tích, chúng ta sẽ giả định trong tất cả các ví dụ rằng tổng sản lượng ban đầu ở mức sản lượng tiềm năng.

ỨNG DỤNG Quá trình giảm lạm phát của Volcker, 1980–1986

Khi Paul Volcker trở thành chủ tịch Cục Dự trữ Liên bang vào tháng 8 năm 1979, lạm phát đã vượt khỏi tầm kiểm soát với tỷ lệ lạm phát trên 10%. Volcker đã quyết tâm giảm lạm phát. Đến đầu năm 1981, Cục Dự trữ Liên bang đã nâng lãi suất quỹ liên bang lên hơn 20%, khiến lãi suất thực tăng mạnh. Volcker thực sự đã thành công trong việc giảm lạm phát, như minh họa trong bảng (b) của Hình 10, với tỷ lệ lạm phát giảm từ 13,5% năm 1980 xuống 1,9% năm 1986. Nhưng lạm phát giảm đi kèm một cái giá đắt: Nền kinh tế đã trải qua cuộc suy thoái tồi tệ nhất kể từ Thế chiến II, với tỷ lệ thất nghiệp trung bình là 9,7% vào năm 1982.

MyLab Economics Bài giảng Mini

(a) Phân tích tổng cầu và tổng cung



(b) Thất nghiệp và Lạm phát, 1980–1986

Năm	Tỷ lệ thất nghiệp (%)	Lạm phát (Qua các năm) (%)
1980	7,1	13,5
1981	7,6	10,3
1982	9,7	6,2
1983	9,6	3,2
1984	7,5	4,3
1985	7,2	3,6
1986	7,0	1,9

HÌNH 10 Giảm lạm phát của Volcker

Bảng (a) cho thấy rằng các hành động giảm lạm phát của cựu chủ tịch Fed Volcker đã thành công nhưng tốn kém: Chính sách tiền tệ tự định thắt chặt gây ra cú sốc âm làm giảm tổng cầu và sau đó là lạm phát, dẫn đến tỷ lệ thất nghiệp tăng vọt. Dữ liệu trong bảng (b) hỗ trợ phân tích này: Lưu ý tỷ lệ lạm phát giảm từ 13,5% năm 1980 xuống 1,9% năm 1986, trong khi tỷ lệ thất nghiệp tăng lên đến 9,7% vào năm 1982.

Nguồn: Báo cáo kinh tế của Tổng thống.

Phân tích tổng cung và tổng cầu cũng đưa ra dự báo như vậy. Thắt chặt chính sách tiền tệ tự định làm giảm tổng cầu và dịch chuyển đường tổng cầu sang trái, từ AD_1 sang AD_2 trong bảng (a) của Hình 10. Nền kinh tế chuyển sang điểm 2, cho thấy thất nghiệp tăng và lạm phát giảm. Với tỷ lệ thất nghiệp cao hơn tỷ lệ tự nhiên và sản lượng thấp hơn tiềm năng, đường tổng cung ngắn hạn dịch chuyển xuống dưới và sang phải, tới AS_3. Nền

kinh tế chuyển sang trạng thái cân bằng dài hạn tại điểm 3, với lạm phát tiếp tục giảm, sản lượng tăng trở lại mức tiềm năng và tỷ lệ thất nghiệp di chuyển về mức tự nhiên. Bảng (b) của Hình 10 cho thấy vào năm 1986, tỷ lệ thất nghiệp đã giảm xuống còn 7% và tỷ lệ lạm phát là 1,9%, giống như dự đoán của phân tích tổng cầu và tổng cung. •

Tiếp theo chúng ta sẽ xem xét giai đoạn 2001–2004, một lần nữa minh họa tác động của những cú sốc cầu âm — lần này, ba cú sốc cùng một lúc.

ỨNG DỤNG Các cú sốc cầu âm, 2001-2004

Năm 2000, nền kinh tế Hoa Kỳ đang tăng trưởng trước khi phải hứng chịu một loạt các cú sốc âm đến tổng cầu.

1. "Bong bóng công nghệ" vỡ vào tháng 3 năm 2000, và thị trường chứng khoán giảm mạnh.
2. Ngày 11 tháng 9 năm 2001, các cuộc tấn công khủng bố làm suy yếu niềm tin của cả người tiêu dùng và doanh nghiệp.
3. Vụ phá sản Enron vào cuối năm 2001 và các vụ bê bối kế toán doanh nghiệp khác trong năm 2002 cho thấy dữ liệu tài chính doanh nghiệp không đáng tin cậy. Lãi suất trái phiếu doanh nghiệp tăng do sự gia tăng ma sát tài chính, khiến việc tài trợ cho hoạt động đầu tư của các công ty trở nên đắt đỏ hơn.

Cả ba cú sốc âm này đều khiến chi tiêu của hộ gia đình và doanh nghiệp giảm, làm giảm tổng cầu và dịch chuyển đường tổng cầu sang trái, từ AD_1 đến AD_2 trong bảng (a) của Hình 11. Tại điểm 2, như phân tích tổng cầu và tổng cung dự đoán, thất nghiệp tăng và lạm phát giảm. Bảng (b) của Hình 11 cho thấy tỷ lệ thất nghiệp, từng ở mức 4% vào năm 2000, đã tăng lên 6% vào năm 2003, trong khi tỷ lệ lạm phát hàng năm giảm từ 3,4% năm 2000 xuống 1,6% vào năm 2002. Với tỷ lệ thất nghiệp ở trên mức tự nhiên (ước tính khoảng 5%) và sản lượng dưới mức tiềm năng, đường tổng cung ngắn hạn dịch chuyển xuống dưới, đến AS_3 trong bảng (a) của Hình 11. Nền kinh tế chuyển sang điểm 3, với lạm phát giảm, sản lượng tăng trở lại mức sản lượng tiềm năng, và tỷ lệ thất nghiệp trở về mức tỷ lệ tự nhiên. Đến năm 2004, tính năng của cơ chế tự điều bắt đầu phát huy tác dụng, với tỷ lệ thất nghiệp giảm trở lại 5,5% (xem Hình 11, bảng (b)). •

CÁC THAY ĐỔI CỦA TRẠNG THÁI CÂN BẰNG: CÁC CÚ SỐC TỔNG CUNG (LẠM PHÁT)

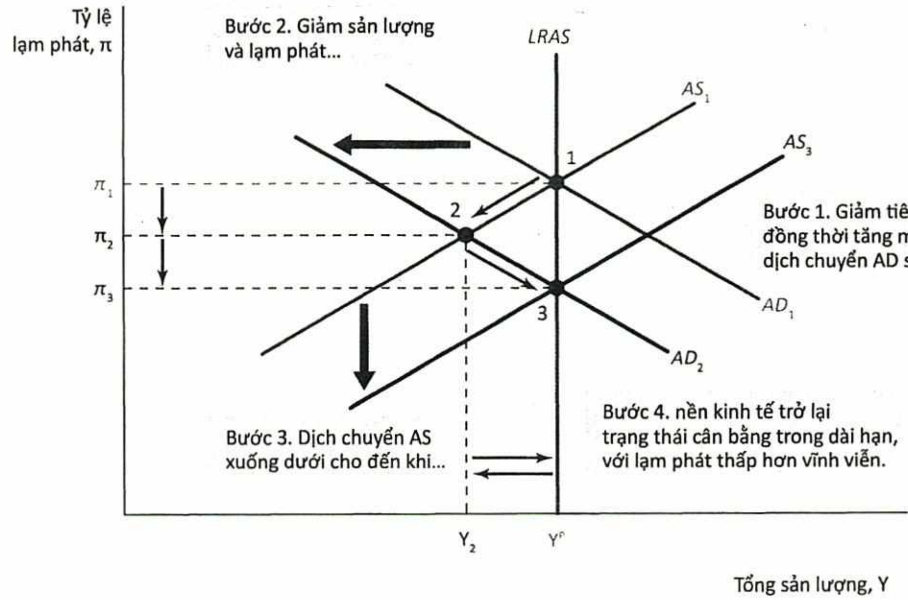
Sự dịch chuyển của đường tổng cung có thể do các cú sốc cung (lạm phát) tạm thời, khi đó đường tổng cung dài hạn không dịch chuyển, hoặc các cú sốc cung vĩnh viễn, làm đường tổng cung dài hạn dịch chuyển. Chúng ta sẽ lần lượt xem xét hai loại cú sốc cung này.

Cú sốc cung tạm thời

Trong thảo luận trước đó trong chương về đường tổng cung ngắn hạn, chúng ta đã chỉ ra rằng lạm phát sẽ tăng độc lập với sự thắt chặt của thị trường lao động hoặc sự gia tăng của lạm phát kỳ vọng nếu có những cú sốc cung tạm thời, chẳng hạn như cung dầu giảm

MyLab Economics Bài giảng Mini

(a) Phân tích tổng cầu và tổng cung



(b) Thất nghiệp và Lạm phát, 2000–2004

Năm	Tỷ lệ thất nghiệp (%)	Lạm phát (Qua các năm) (%)
2000	4,0	3,4
2001	4,7	2,8
2002	5,8	1,6
2003	6,0	2,3
2004	5,5	2,7

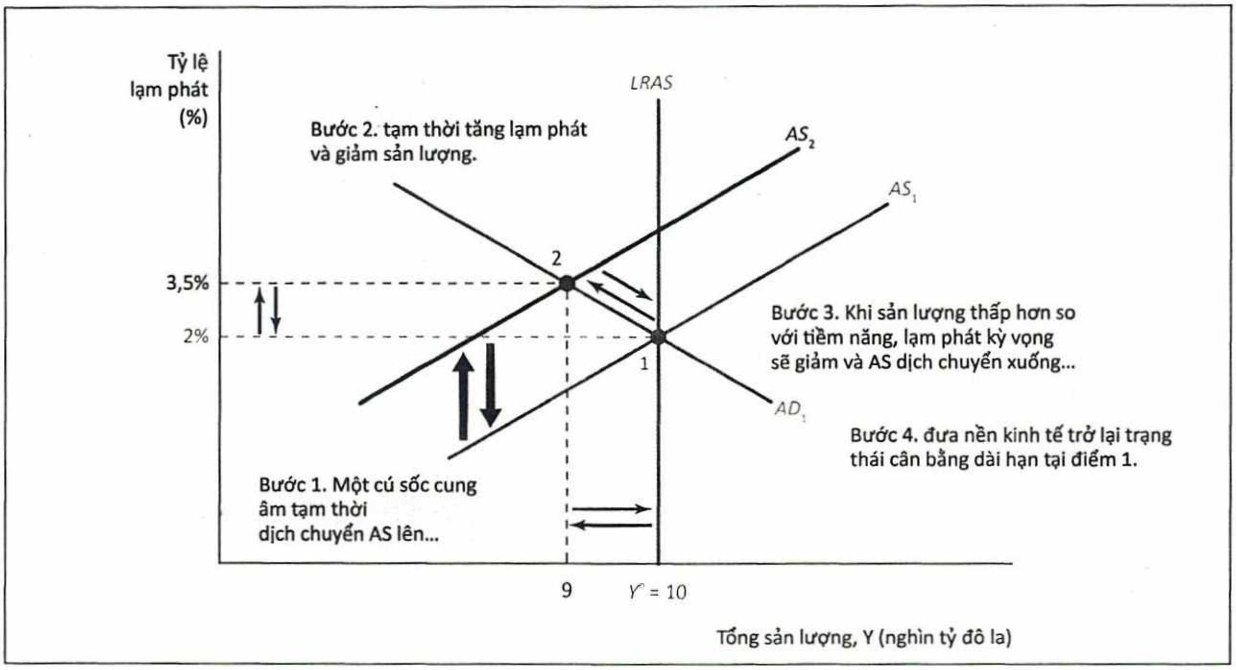
HÌNH 11 Các cú sốc cầu âm, 2001-2004

Bảng (a) cho thấy các cú sốc cầu âm từ năm 2001 đến năm 2004 đã làm giảm chi tiêu tiêu dùng và đầu tư, làm dịch chuyển đường tổng cầu sang trái từ AD_1 sang AD_2. Nền kinh tế chuyển sang điểm 2, tại đó sản lượng giảm, thất nghiệp tăng và lạm phát giảm. Chênh lệch sản lượng âm lớn xảy ra khi sản lượng ít hơn tiềm năng khiến đường tổng cung ngắn hạn bắt đầu giảm xuống AS_3. Nền kinh tế di chuyển về điểm 3, tại đó sản lượng quay lại mức tiềm năng: Lạm phát giảm thêm xuống mức π_3, và tỷ lệ thất nghiệp giảm trở lại mức tỷ lệ tự nhiên khoảng 5%. Dữ liệu trong bảng (b) hỗ trợ phân tích này, với lạm phát giảm xuống còn khoảng 2% và tỷ lệ thất nghiệp giảm trở lại 5,5% vào năm 2004.

Nguồn: Báo cáo kinh tế của Tổng thống.

làm cho giá cả tăng lên. Khi cú sốc tạm thời làm hạn chế cung, chúng ta gọi loại cú sốc cung này là *cú sốc cung âm* (hoặc *bất lợi*) và nó dẫn đến việc tăng giá hàng hóa. Ví dụ về những cú sốc cung âm tạm thời là sự gián đoạn cung dầu, giá nhập khẩu tăng khi giá trị đồng tiền giảm hoặc cú sốc chi phí đẩy do công nhân đòi tiền lương cao hơn so với tăng

MyLab Economics Bài giảng Mini



HÌNH 12 Cú sốc cung âm tạm thời

Một cú sốc cung âm tạm thời làm dịch chuyển đường tổng cung ngắn hạn từ AS_1 sang AS_2 và nền kinh tế chuyển từ điểm 1 sang điểm 2, nơi lạm phát tăng lên 3,5% và sản lượng giảm xuống còn 9 nghìn tỷ đô la. Bởi vì sản lượng thấp hơn tiềm năng, chênh lệch sản lượng âm làm giảm lạm phát và theo đó là lạm phát kỳ vọng. Sự sụt giảm lạm phát kỳ vọng làm dịch chuyển đường tổng cung ngắn hạn xuống dưới, và cuối cùng nó quay trở lại AS_1, nơi nền kinh tế lại ở mức cân bằng dài hạn ban đầu tại điểm 1.

trưởng năng suất, làm tăng chi phí và lạm phát. Khi cú sốc cung làm gia tăng cung, nó được gọi là *cú sốc cung dương* (hoặc *thuận lợi*). Những cú sốc cung dương tạm thời có thể là vụ mùa thu hoạch đặc biệt tốt hoặc giá nhập khẩu giảm.

Để xem cú sốc cung tạm thời ảnh hưởng đến nền kinh tế như thế nào, chúng ta có thể sử dụng phân tích tổng cung và tổng cầu. Ta bắt đầu bằng cách giả định rằng sản lượng ở mức tiềm năng là 10 nghìn tỷ đô la và lạm phát ở mức 2%, tại điểm 1 trong Hình 12. Giả sử rằng một cuộc chiến ở Trung Đông gây ra cú sốc cung âm tạm thời. Khi cú sốc cung âm ảnh hưởng đến nền kinh tế và giá dầu tăng, sự thay đổi trong cú sốc giá *r* cho biết lạm phát sẽ tăng lên trên 2% và đường tổng cung ngắn hạn sẽ dịch chuyển lên trên và sang trái, từ AS_1 đến AS_2.

Khi đó, nền kinh tế sẽ dịch chuyển lên theo đường tổng cầu, từ điểm 1 đến điểm 2, với lạm phát tăng lên 3,5% nhưng tổng sản lượng giảm xuống dưới 10 nghìn tỷ đô la. Chúng ta sử dụng thuật ngữ **lạm phát đình đốn** (một sự kết hợp của *sự đình trệ* và *lạm phát*) để mô tả một tình huống có lạm phát tăng nhưng mức tổng sản lượng giảm, như trong Hình 12. Bởi vì cú sốc cung là tạm thời, khả năng sản xuất trong nền kinh tế không thay đổi, vì thế Y^P và đường tổng cung dài hạn *LRAS* vẫn đứng yên ở mức 10 nghìn tỷ đô la. Do đó, tại điểm 2, sản lượng thấp hơn mức tiềm năng của nó (giả sử là 9 nghìn tỷ đô la), và lạm

phát giảm. Sự sụt giảm của lạm phát làm cho lạm phát kỳ vọng giảm xuống và dịch chuyển đường tổng cung ngắn hạn trở lại vị trí ban đầu, tại AS_1. (Điểm cân bằng của) nền kinh tế trượt xuống theo đường tổng cầu AD_1 (giả sử đường tổng cầu vẫn ở vị trí cũ) và trở lại trạng thái cân bằng dài hạn tại điểm 1, nơi sản lượng lại ở mức 10 nghìn tỷ đô la và lạm phát lại ở mức 2%.

Mặc dù cú sốc cung âm tạm thời dẫn đến sự dịch chuyển lên và sang trái của đường tổng cung ngắn hạn, ban đầu làm tăng lạm phát và giảm sản lượng, nhưng ảnh hưởng cuối cùng về lâu dài là sản lượng và lạm phát không đổi.

Một cú sốc cung thuận lợi (dương)—chẳng hạn, một vụ lúa mì bội thu ở Trung Tây — di chuyển tất cả các đường trong Hình 12 theo hướng ngược lại và do đó có những tác động ngược lại. ***Cú sốc cung dương tạm thời làm dịch chuyển đường tổng cung ngắn hạn xuống và sang phải, ban đầu dẫn đến lạm phát giảm và sản lượng tăng. Tuy nhiên, về lâu dài, sản lượng và lạm phát không đổi (giữ đường tổng cầu không đổi).***

Bây giờ chúng ta sẽ một lần nữa áp dụng mô hình tổng cầu và tổng cung, lần này là cho các cú sốc cung tạm thời. Chúng ta bắt đầu bằng cách nghiên cứu các cú sốc cung âm trong các năm 1973–1975 và 1978–1980. (Nhớ lại, chúng ta giả định rằng sản lượng tổng ban đầu ở mức tiềm năng.)

ỨNG DỤNG Các cú sốc cung âm, 1973–1975 và 1978–1980

Năm 1973, nền kinh tế Mỹ bị ảnh hưởng bởi một loạt cú sốc cung âm:

1. Do lệnh cấm vận dầu mỏ bắt nguồn từ cuộc chiến tranh Ả Rập-Israel năm 1973, Tổ chức Các nước Xuất khẩu Dầu mỏ (OPEC) đã đẩy giá dầu tăng gấp 4 lần bằng cách hạn chế sản xuất dầu.
2. Việc chấm dứt kiểm soát giá cả và tiền lương của Hoa Kỳ vào năm 1973 và 1974 đã dẫn đến việc người lao động đòi tăng lương đã từng bị các biện pháp kiểm soát trước đó ngăn cản.

Bộ ba lực đẩy của những sự kiện này đã làm dịch chuyển đường tổng cung ngắn hạn mạnh mẽ lên trên và sang trái, từ AS_1 sang AS_2 trong bảng (a) của Hình 13, và nền kinh tế chuyển sang điểm 2. Theo dự đoán của biểu đồ tổng cầu và tổng cung trong Hình 13, cả lạm phát và thất nghiệp đều tăng (lạm phát 3 điểm phần trăm và thất nghiệp 3,5 điểm phần trăm), theo bảng (b) của Hình 13.

Giai đoạn 1978–1980 gần như là sự tái hiện chính xác của giai đoạn 1973–1975. Đến năm 1978, nền kinh tế mới hồi phục hoàn toàn sau cú sốc cung cấp năm 1973–1975 khi sản lượng kém và giá dầu tăng gấp đôi (khiến Shah của Iran bị lật đổ*) dẫn đến một sự tăng mạnh và dịch trái khác của đường tổng cung ngắn hạn vào năm 1979. Mô hình được dự đoán bởi Hình 13 lại được kiểm chứng - lạm phát và thất nghiệp đều tăng. ◆

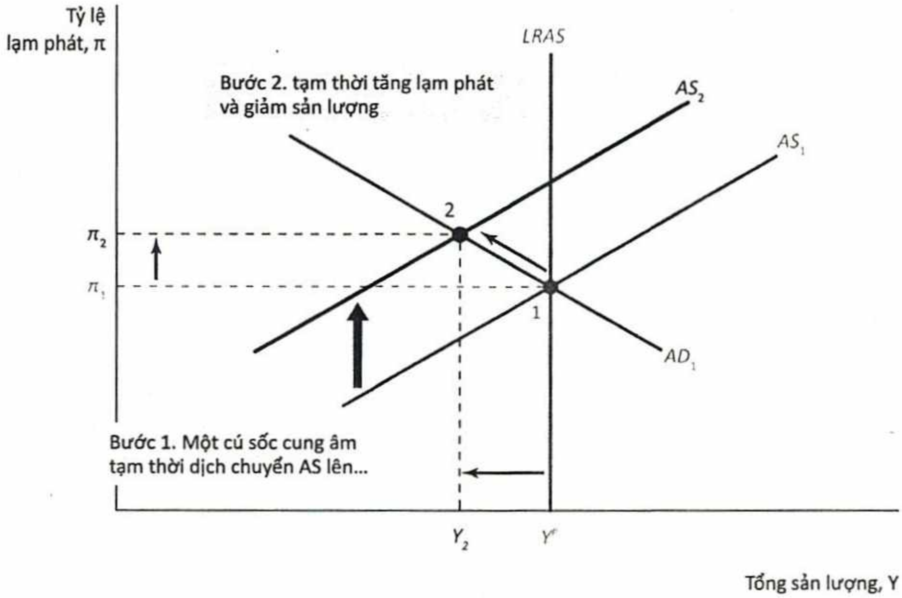
* Mohammad Reza Pahlavi, thường được biết đến với tên gọi Shah (vị vua) của Iran. Ông là quốc vương từ 1941 cho đến khi bị lật đổ và bị buộc phải đi khỏi Iran vào năm 1979.

Các cú sốc cung vĩnh viễn và lý thuyết về chu kỳ kinh doanh thực

Nhưng nếu một cú sốc cung không phải là tạm thời thì sao? Một cú sốc cung âm vĩnh viễn — chẳng hạn như sự gia tăng các quy định thiếu thông minh khiến nền kinh tế kém hiệu quả hơn, do đó làm giảm tổng cung — sẽ làm giảm sản lượng tiềm năng từ Y_1^P xuống Y_2^P và dịch chuyển đường tổng cung dài hạn sang trái, từ $LRAS_1$ đến $LRAS_2$ trong Hình 14.

MyLab Economics Bài giảng Mini

(a) Phân tích tổng cầu và tổng cung



(b) Thất nghiệp và Lạm phát, 1973–1975 và 1978–1980

Năm	Tỷ lệ thất nghiệp (%)	Lạm phát (Qua các năm) (%)
1973	4,8	6,2
1974	5,5	11,0
1975	8,3	9,1
1978	6,0	7,6
1979	5,8	11,3
1980	7,1	13,5

HÌNH 13 Các cú sốc cung âm, 1973–1975 và 1978–1980

Bảng (a) cho thấy cú sốc cung âm tạm thời trong năm 1973 và 1979 đã dẫn đến sự dịch chuyển đi lên của đường tổng cung ngắn hạn, từ AS_1 sang AS_2. Nền kinh tế chuyển sang điểm 2, nơi sản lượng giảm và cả thất nghiệp và lạm phát đều tăng. Dữ liệu trong bảng (b) hỗ trợ phân tích này: Lưu ý sự gia tăng tỷ lệ lạm phát từ 6,2% năm 1973 lên 9,1% năm 1975 và sự gia tăng tỷ lệ thất nghiệp từ 4,8% năm 1973 lên 8,3% năm 1975. Trong giai đoạn 1978– Cú sốc năm 1980, lạm phát tăng từ 7,6% năm 1978 lên 13,5% năm 1980, trong khi tỷ lệ thất nghiệp tăng từ 6,0% năm 1978 lên 7,1% năm 1980.

Nguồn: Báo cáo kinh tế của Tổng thống.

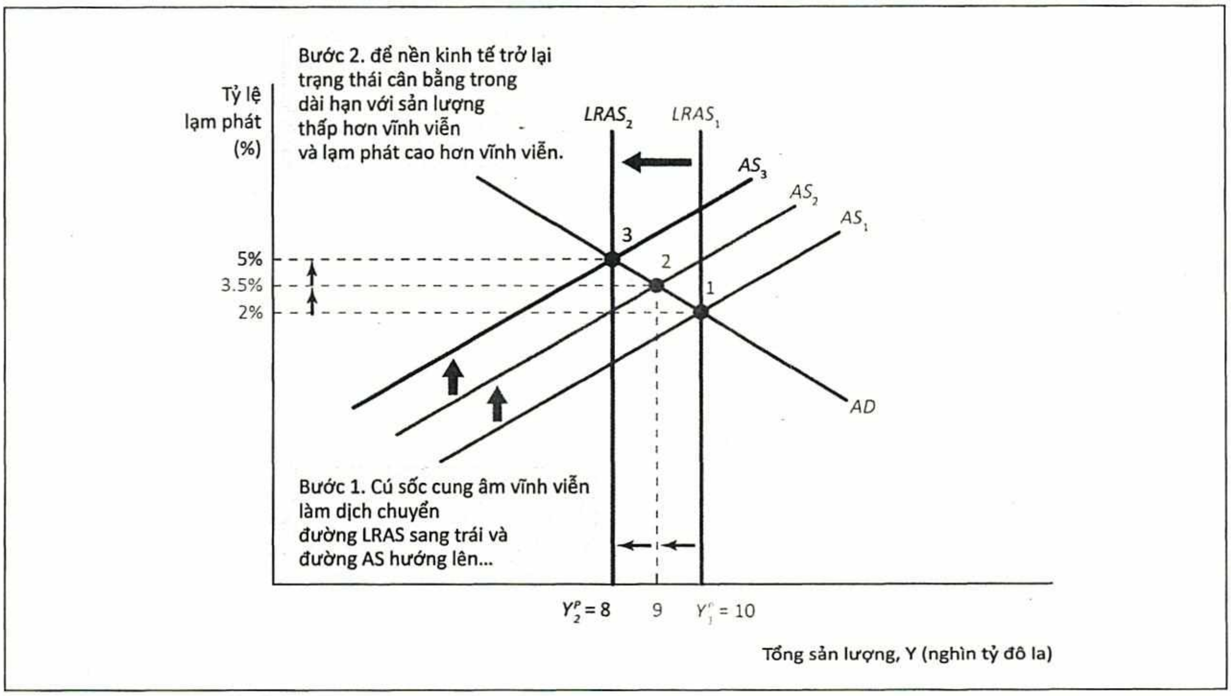
Bởi vì cú sốc cung vĩnh viễn sẽ dẫn đến giá cả cao hơn, lạm phát sẽ tăng ngay lập tức—ví dụ, lên 3% so với mức trước đó là 2%—và do đó, đường tổng cung ngắn hạn sẽ dịch chuyển lên trên và sang trái, từ AS_1 đến AS_2. Mặc dù sản lượng tại điểm 2 đã giảm xuống còn 9 nghìn tỷ đô la, nhưng nó vẫn ở trên $Y^P = 8$ nghìn tỷ đô la. Chênh lệch sản lượng dương chỉ ra rằng đường tổng cung sẽ dịch chuyển lên trên và sang trái. Nó sẽ tiếp tục dịch chuyển cho đến khi đạt đến AS_3, tại giao điểm của đường tổng cầu AD và đường

tổng cung dài hạn $LRAS_2$. Bây giờ, bởi vì sản lượng ở mức $Y^P = 8$ nghìn tỷ đô la tại điểm 3, chênh lệch sản lượng bằng 0 và với tỷ lệ lạm phát 5%, không có áp lực tăng lạm phát nữa.

Một nhóm các nhà kinh tế, dẫn đầu là Edward Prescott, nhà kinh tế đoạt giải Nobel của Đại học Arizona State, tin rằng những biến động của chu kỳ kinh doanh là kết quả của những cú sốc cung vĩnh viễn. Lý thuyết về biến động kinh tế tổng hợp của họ được gọi là **lý thuyết chu kỳ kinh doanh thực**. Lý thuyết này coi các cú sốc đối với thị hiếu (ví dụ như mức độ sẵn sàng làm việc của người lao động) và công nghệ (năng suất) là động lực chính dẫn đến những biến động ngắn hạn trong chu kỳ kinh doanh bởi vì những cú sốc này dẫn đến những biến động ngắn hạn đáng kể trong Y^P. Ngược lại, sự thay đổi của đường tổng cầu, có lẽ do những thay đổi trong chính sách tiền tệ gây ra, không được coi là đặc biệt quan trọng đối với biến động tổng sản lượng. Bởi vì lý thuyết chu kỳ kinh doanh thực coi hầu hết các biến động của chu kỳ kinh doanh là kết quả của sự biến động mức sản lượng tiềm năng, nó không thấy thực sự cần chính sách nhằm loại bỏ tỷ lệ thất nghiệp cao. Lý thuyết chu kỳ kinh doanh thực sự gây nhiều tranh cãi và là chủ đề của các nghiên cứu chuyên sâu.

Khi giữ đường tổng cầu không đổi, chúng ta có kết quả sau, như trong Hình 14: ***Một cú sốc cung âm vĩnh viễn ban đầu dẫn đến cả sự sụt giảm sản lượng và tăng lạm phát. Tuy nhiên, ngược lại với cú sốc cung tạm thời, về lâu dài, cú sốc cung âm vĩnh viễn, dẫn***

MyLab Economics Bài giảng Mini



HÌNH 14 Cú sốc cung âm vĩnh viễn

Một cú sốc cung âm vĩnh viễn ban đầu dẫn đến sự sụt giảm sản lượng và gia tăng lạm phát. Về lâu dài, nó dẫn đến sản lượng giảm vĩnh viễn và lạm phát gia tăng vĩnh viễn, như đã chỉ ra ở điểm 3, khi lạm phát đã tăng lên 5% và sản lượng giảm xuống còn 8 nghìn tỷ đô la.

đến giảm sản lượng tiềm năng, khiến sản lượng giảm vĩnh viễn và lạm phát tăng vĩnh viễn .[5]

Kết luận ngược lại sẽ xảy ra nếu chúng ta xem xét một cú sốc cung dương - chẳng hạn như từ sự phát triển của công nghệ mới giúp tăng năng suất. ***Cú sốc cung dương vĩnh viễn làm giảm lạm phát và tăng sản lượng trong cả ngắn hạn và dài hạn.***

Tại thời điểm này, chúng ta đã giả định rằng sản lượng tiềm năng Y^P và đường tổng cung dài hạn được cho trước. Tuy nhiên, theo thời gian, tăng trưởng kinh tế sẽ làm cho mức sản lượng tiềm năng tăng lên. Ví dụ, nếu năng lực sản xuất của nền kinh tế đang tăng trưởng ổn định ở mức 3%/năm thì mỗi năm Y^P sẽ tăng trưởng 3% và đường tổng cung dài hạn tại Y^P sẽ dịch chuyển sang phải 3%. Để đơn giản hóa việc phân tích, khi Y^P tăng trưởng với tốc độ ổn định, chúng ta biểu thị Y^P và đường tổng cung dài hạn là cố định trong biểu đồ tổng cầu và tổng cung. Tuy nhiên, hãy nhớ rằng mức tổng sản lượng trong các biểu đồ này nên được hiểu là mức của tổng sản lượng so với tốc độ (xu hướng) tăng trưởng bình thường của nó.

Giai đoạn 1995–1999 là một minh họa cho những cú sốc cung dương vĩnh viễn, như chỉ ra trong ứng dụng sau.

ỨNG DỤNG Những cú sốc cung dương, 1995–1999

Vào tháng 2 năm 1994, Cục Dự trữ Liên bang bắt đầu tăng lãi suất. Người ta tin rằng nền kinh tế sẽ đạt sản lượng tiềm năng và tỷ lệ thất nghiệp tự nhiên vào năm 1995 và nền kinh tế có thể trở nên quá nóng sau đó, với sản lượng tăng cao hơn tiềm năng và lạm phát tăng. Tuy vậy, như chúng ta có thể thấy trong bảng (b) của Hình 15, nền kinh tế tiếp tục tăng trưởng nhanh chóng, với tỷ lệ thất nghiệp giảm xuống dưới 5% vào năm 1997. Lạm phát lại tiếp tục giảm, giảm xuống khoảng 1,6% vào năm 1998.

Chúng ta có thể sử dụng phân tích tổng cầu và tổng cung để giải thích điều gì đã xảy ra không? Hai cú sốc cung dương và lâu dài đã tác động đến nền kinh tế vào cuối những năm 1990:

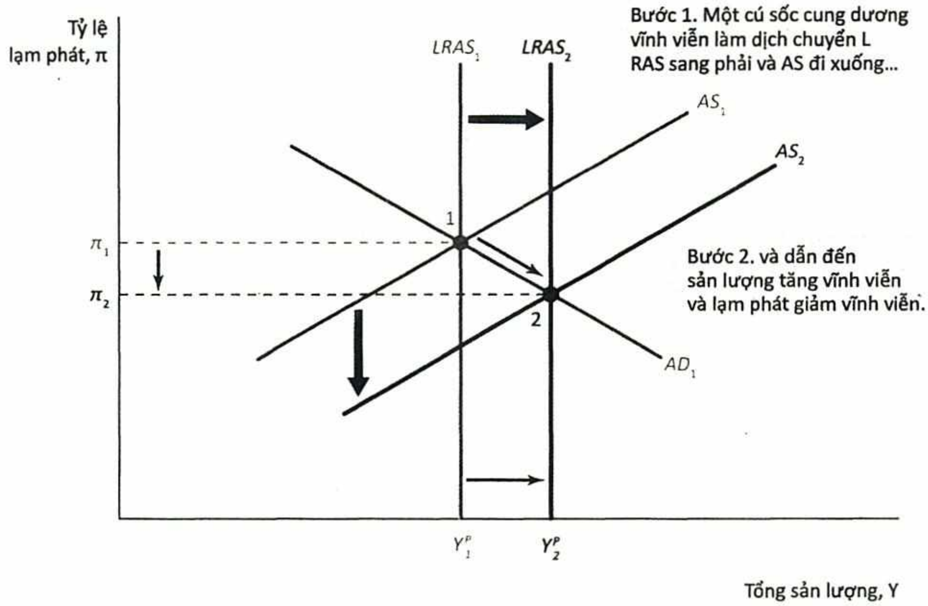
1. Những thay đổi trong ngành chăm sóc sức khỏe, chẳng hạn như sự xuất hiện của các tổ chức duy trì sức khỏe (HMO- health maintenance organizations), giảm chi phí chăm sóc y tế về cơ bản so với chi phí của hàng hóa và dịch vụ khác.
2. Cuộc cách mạng máy tính cuối cùng đã bắt đầu tác động tích cực đến năng suất, nâng cao tốc độ tăng trưởng tiềm năng của nền kinh tế (mà các nhà báo gọi là "nền kinh tế mới").

Ngoài ra, các yếu tố nhân khẩu học, chẳng hạn như sự gia tăng số lượng tương đối của lao động lớn tuổi ít có khả năng thất nghiệp, dẫn đến tỷ lệ thất nghiệp tự nhiên giảm. Những yếu tố này đã dẫn đến sự dịch chuyển sang phải trong đường tổng cung dài hạn sang $LRAS_2$ và sự dịch chuyển xuống và sang phải trong đường tổng cung ngắn hạn từ AS_1 sang AS_2, như thể hiện trong bảng (a) của Hình 15. Tổng sản lượng tăng, và tỷ lệ thất nghiệp và lạm phát giảm. •

[5]Kết luận của chúng ta về tác động của cú sốc cung vĩnh viễn giả định rằng chính sách tiền tệ không thay đổi và do đó đường tổng cầu không thay đổi. Tuy nhiên, các nhà hoạch định chính sách tiền tệ có thể muốn thay đổi đường tổng cầu trong nỗ lực giữ lạm phát ở mức tương đương. Đọc chương sau để xem thêm thảo luận về vấn đề này.

MyLab Economics Bài giảng Mini

(a) Phân tích tổng cầu và tổng cung



(b) Thất nghiệp và Lạm phát, 1995–1999

Năm	Tỷ lệ thất nghiệp (%)	Lạm phát (Qua các năm) (%)
1995	5,6	2,8
1996	5,4	3,0
1997	4,9	2,3
1998	4,5	1,6
1999	4,2	2,2

HÌNH 15 Các cú sốc cung dương, 1995–1999

Bảng (a) cho thấy rằng cú sốc cung dương do chi phí chăm sóc sức khỏe thấp hơn và sự gia tăng năng suất từ cuộc cách mạng máy tính đã dẫn đến sự dịch chuyển sang phải trong đường tổng cung dài hạn, từ $LRAS_1$ sang $LRAS_2$ và sự dịch chuyển giảm đường tổng cung ngắn hạn, từ AS_1 đến AS_2. Nền kinh tế chuyển sang điểm 2, tại đó tổng sản lượng tăng và tỷ lệ thất nghiệp và lạm phát giảm. Dữ liệu trong bảng (b) hỗ trợ phân tích này: Lưu ý rằng tỷ lệ thất nghiệp giảm từ 5,6% năm 1995 xuống 4,2% năm 1999, trong khi tỷ lệ lạm phát giảm từ 2,8% năm 1995 xuống 2,2% năm 1999.

Nguồn: Báo cáo kinh tế của Tổng thống.

Kết luận

Phân tích tổng cung và tổng cầu dẫn chúng ta đến các kết luận sau đây.[6]

1. Nền kinh tế có cơ chế tự điều chỉnh để trở lại mức sản lượng tiềm năng và tỷ lệ thất nghiệp tự nhiên theo thời gian.

[6]Phân tích tổng cung và tổng cầu cũng có thể được sử dụng để hiểu tác động của các cú sốc kinh tế vĩ mô đối với giá tài sản. Phân tích này có trong phụ lục đầu tiên của chương này, tại www.pearson.com/mylab/economics.

2. Sự thay đổi của đường tổng cầu — do những thay đổi trong chính sách tiền tệ tự định (thay đổi lãi suất thực ở mọi tỷ lệ lạm phát cho trước), mua sắm của chính phủ, thuế, xuất khẩu ròng tự định, chi tiêu tiêu dùng tự định, đầu tư tự định hoặc ma sát tài chính — chỉ ảnh hưởng đến sản lượng trong thời gian ngắn và không ảnh hưởng đến sản lượng về lâu dài. Hơn nữa, thay đổi ban đầu của lạm phát thấp hơn thay đổi trong dài hạn của lạm phát khi đường tổng cung ngắn hạn đã điều chỉnh hoàn toàn.
3. Cú sốc cung tạm thời chỉ ảnh hưởng đến sản lượng và lạm phát trong ngắn hạn và không ảnh hưởng về lâu dài (giữ đường tổng cầu không đổi).
4. Một cú sốc cung vĩnh viễn ảnh hưởng đến sản lượng và lạm phát trong cả ngắn hạn và dài hạn.

Bây giờ chúng ta hãy xem xét một ứng dụng — lần này có cả cú sốc cung và cầu — mô tả cuộc khủng hoảng tài chính 2007–2009.

ỨNG DỤNG Các cú sốc cung và cầu âm và cuộc khủng hoảng tài chính 2007-2009

Vào đầu năm 2007, nhu cầu dầu mỏ cao ở các nước đang phát triển nhanh chóng như Trung Quốc và Ấn Độ, và sản lượng dầu chậm lại ở những nơi như Mexico, Nga và Nigeria, đã khiến giá dầu tăng mạnh. Giá dầu tăng từ khoảng 60 đô la/thùng vào đầu năm 2007 lên 100 đô la/thùng vào cuối năm 2007 và đạt đỉnh hơn 140 đô la/thùng vào tháng 7 năm 2008. Giá dầu tăng cùng với giá hàng hóa khác tăng, dẫn đến một cú sốc cung âm làm dịch chuyển mạnh đường tổng cung ngắn hạn, từ AS_1 lên AS_2 trong bảng (a) của Hình 16. Tệ hơn nữa, một cuộc khủng hoảng tài chính đã quét qua nền kinh tế bắt đầu từ tháng 8 năm 2007, làm gia tăng ma sát tài chính, dẫn đến thu hẹp chi tiêu của cả hộ gia đình và doanh nghiệp (được thảo luận trong Chương 12). Cú sốc âm này đã làm dịch chuyển đường tổng cầu sang trái, từ AD_1 sang AD_2 trong bảng (a) của Hình 16, và chuyển nền kinh tế sang điểm 2. Những cú sốc này đã dẫn đến tỷ lệ thất nghiệp tăng, lạm phát tăng và sự sụt giảm sản lượng, như được chỉ ra ở điểm 2. Theo dự đoán của phân tích tổng cầu và cung của chúng ta, cơn bão hoàn hảo về cú sốc âm này đã dẫn đến suy thoái bắt đầu từ tháng 12 năm 2007, với tỷ lệ thất nghiệp tăng từ 4,6% vào năm 2006 và 2007 lên 5,5% vào tháng 6 năm 2008, và tỷ lệ lạm phát tăng từ 2,5% năm 2006 lên 5% vào tháng 6 năm 2008 (xem bảng (b) của Hình 16).

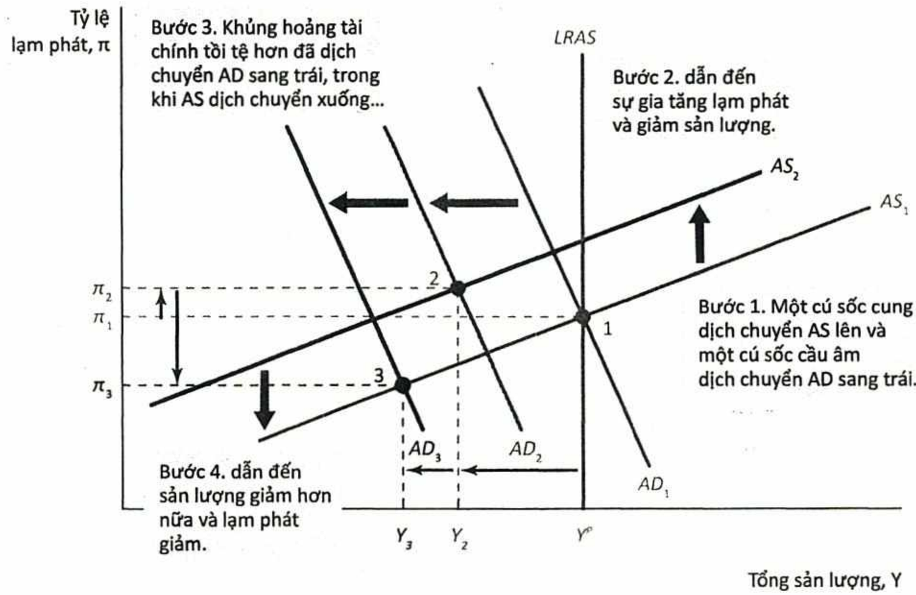
Sau tháng 7 năm 2008, giá dầu giảm mạnh, làm dịch chuyển tổng cung ngắn hạn về mức AS_1. Tuy nhiên, vào mùa thu năm 2008, cuộc khủng hoảng tài chính bước vào giai đoạn đặc biệt nghiêm trọng sau sự phá sản của Lehman Brothers, làm giảm mạnh tổng cầu xuống AD_3. Kết quả là, nền kinh tế chuyển sang điểm 3, với tỷ lệ thất nghiệp tăng lên 10% và tỷ lệ lạm phát giảm xuống 2,8% vào cuối năm 2009 (xem bảng (b) của Hình 16). ◆

PHÂN TÍCH AD/AS CÁC GIAI ĐOẠN CHU KỲ KINH DOANH NƯỚC NGOÀI

Phân tích tổng cung và tổng cầu có thể giúp chúng ta hiểu các giai đoạn chu kỳ kinh doanh ở nước ngoài. Ở đây chúng ta cùng xem xét hai giai đoạn như vậy: chu kỳ kinh doanh của Vương quốc Anh trong cuộc khủng hoảng tài chính toàn cầu 2007-2009 và trải nghiệm hoàn toàn khác của Trung Quốc trong cùng khoảng thời gian.

MyLab Economics Bài giảng Mini

(a) Phân tích tổng cầu và tổng cung



(b) Thất nghiệp và lạm phát trong cơn bão hoàn hảo 2007-2009

Năm	Tỷ lệ thất nghiệp (%)	Lạm phát (Qua các năm) (%)
2006	4,6	2,5
2007	4,6	4,1
Tháng 6, 2008	5,5	5,0
Tháng 12, 2008	7,2	0,1
Tháng 6, 2009	9,5	−1,2
Tháng 12, 2009	10,0	2,8

HÌNH 16 Các cú sốc cung và cầu âm và cuộc khủng hoảng 2007-2009

Bảng (a) cho thấy cú sốc cung âm do giá dầu tăng đã làm dịch chuyển đường tổng cung ngắn hạn lên từ AS_1 lên AS_2, trong khi cú sốc cung âm do khủng hoảng tài chính gây ra đã dẫn đến sự thu hẹp mạnh chi tiêu, di chuyển đường tổng cầu từ AD_1 đến AD_2. Do đó, nền kinh tế chuyển sang điểm 2, dẫn đến tổng sản lượng giảm mạnh, xuống mức Y_2, tỷ lệ thất nghiệp tăng và lạm phát tăng lên mức π_2. Giá dầu giảm sau đó đã làm dịch chuyển đường tổng cung ngắn hạn xuống AS_1, trong khi cuộc khủng hoảng tài chính ngày càng sâu sắc đã chuyển đường tổng cầu sang AD_3. Kết quả là, nền kinh tế chuyển sang điểm 3, lạm phát giảm xuống π_3 và sản lượng xuống mức Y_3. Dữ liệu trong bảng (b) hỗ trợ phân tích này: Lưu ý rằng tỷ lệ thất nghiệp tăng từ 4,6% năm 2006 lên 5,5% vào tháng 6 năm 2008, trong khi lạm phát tăng từ 2,5% lên 5,0% trong cùng thời kỳ. Do hậu quả của cuộc khủng hoảng tài chính, cùng với sự sụt giảm của giá dầu, tỷ lệ thất nghiệp đã tăng lên 10% và lạm phát giảm xuống 2,8% vào cuối năm 2009.

Nguồn: Báo cáo kinh tế của Tổng thống.

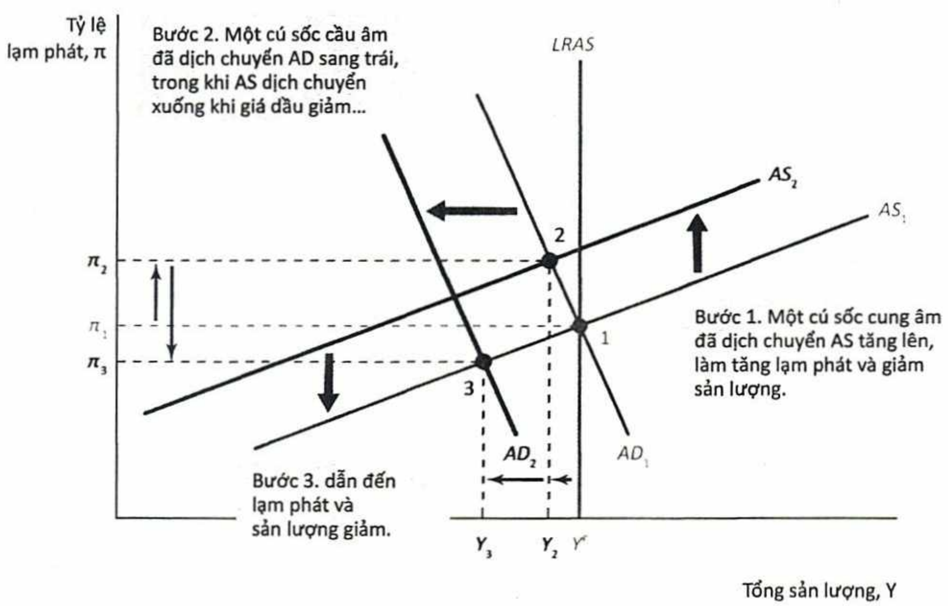
ỨNG DỤNG

Vương quốc Anh và cuộc khủng hoảng tài chính 2007-2009

Giống như ở Hoa Kỳ, giá dầu tăng trong năm 2007 đã dẫn đến cú sốc cung âm ở Vương quốc Anh, khiến đường tổng cung ngắn hạn dịch chuyển lên trên, từ AS_1 sang AS_2 trong bảng (a) của Hình 17. Cuộc khủng hoảng tài chính ban đầu không có tác động lớn đến

MyLab Economics Bài giảng Mini

(a) Phân tích tổng cầu và tổng cung



(b) Thất nghiệp và Lạm phát, 2006–2009

Năm	Tỷ lệ thất nghiệp (%)	Lạm phát (Qua các năm) (%)
2006	5,4	2,3
2007	5,3	2,3
2008, June	5,3	3,4
2008, Dec.	6,4	3,9
2009, June	7,8	2,1
2009, Dec.	7,8	2,1

HÌNH 17 Khủng hoảng tài chính Vương quốc Anh, 2007–2009

Bảng (a) cho thấy cú sốc cung trong năm 2007 do giá dầu tăng đã làm dịch chuyển đường tổng cung ngắn hạn ở Vương quốc Anh lên và sang trái, từ AS_1 sang AS_2. Nền kinh tế chuyển sang điểm 2. Với sản lượng dưới mức tiềm năng và giá dầu giảm sau tháng 7 năm 2008, đường tổng cung ngắn hạn bắt đầu dịch chuyển xuống AS_1. Một cú sốc cầu âm, gây ra bởi sự leo thang trong cuộc khủng hoảng tài chính toàn cầu sau khi Lehman Brothers tuyên bố phá sản, đã dịch chuyển đường tổng cầu sang trái thành AD_2. Nền kinh tế lúc này chuyển sang điểm 3, với sản lượng giảm xuống mức Y_3, tỷ lệ thất nghiệp tăng và lạm phát giảm xuống mức π_3. Dữ liệu trong bảng (b) hỗ trợ phân tích này: Lưu ý rằng tỷ lệ thất nghiệp tăng từ 5,4% năm 2006 lên 7,8% vào tháng 12 năm 2009, trong khi tỷ lệ lạm phát tăng từ 2,3% lên 3,9% và sau đó giảm xuống 2,1% trong cùng giai đoạn này.

Nguồn: Văn phòng Thống kê Quốc gia, Vương quốc Anh. http://www.statistics.gov.uk/statbase/tsdtimezone.asp

chi tiêu, và do đó đường tổng cầu không dịch chuyển và thay vào đó trạng thái cân bằng di chuyển từ điểm 1 đến điểm 2 trên AD_1. Khung lý thuyết tổng cầu và tổng cung chỉ ra rằng lạm phát cần phải tăng, và điều đó đã thực sự xảy ra (xem sự gia tăng tỷ lệ lạm phát từ 2,3% năm 2007 lên 3,9% vào tháng 12 năm 2008, thể hiện trong bảng (b) của Hình 17). Với sản lượng dưới mức tiềm năng và giá dầu giảm sau tháng 7 năm 2008, đường tổng cung ngắn hạn dịch chuyển xuống AS_1. Đồng thời, tình hình tồi tệ của cuộc khủng hoảng tài chính sau khi Lehman Brothers tuyên bố phá sản đã tác động đến chi tiêu trên toàn thế giới, gây ra cú sốc âm làm dịch chuyển đường tổng cầu sang trái thành AD_2. Nền kinh tế lúc này chuyển sang điểm thứ 3, với sản lượng tiếp tục giảm, tỷ lệ thất nghiệp tăng và lạm phát giảm. Như dự đoán của phân tích tổng cầu và cung ứng, tỷ lệ thất nghiệp ở Anh đã tăng lên 7,8% vào cuối năm 2009, với tỷ lệ lạm phát giảm xuống 2,1%.

ỨNG DỤNG Trung Quốc và khủng hoảng tài chính 2007-2009

Cuộc khủng hoảng tài chính toàn cầu bắt đầu vào tháng 8 năm 2007 thoạt đầu có rất ít ảnh hưởng đến Trung Quốc.[7] Vào mùa thu năm 2008, với sự sụp đổ của Lehman Brothers và sự leo thang sau đó của cuộc khủng hoảng tài chính ở Hoa Kỳ, mọi thứ bắt đầu thay đổi. Nền kinh tế Trung Quốc đã được thúc đẩy bởi một thị trường xuất khẩu cực kỳ mạnh mẽ, cho đến tháng 9 năm 2008 đã tăng trưởng với tốc độ hàng năm trên 20%. Bắt đầu từ tháng 10 năm 2008, xuất khẩu của Trung Quốc sụp đổ, giảm khoảng 20% hàng năm cho đến tháng 8 năm 2009.

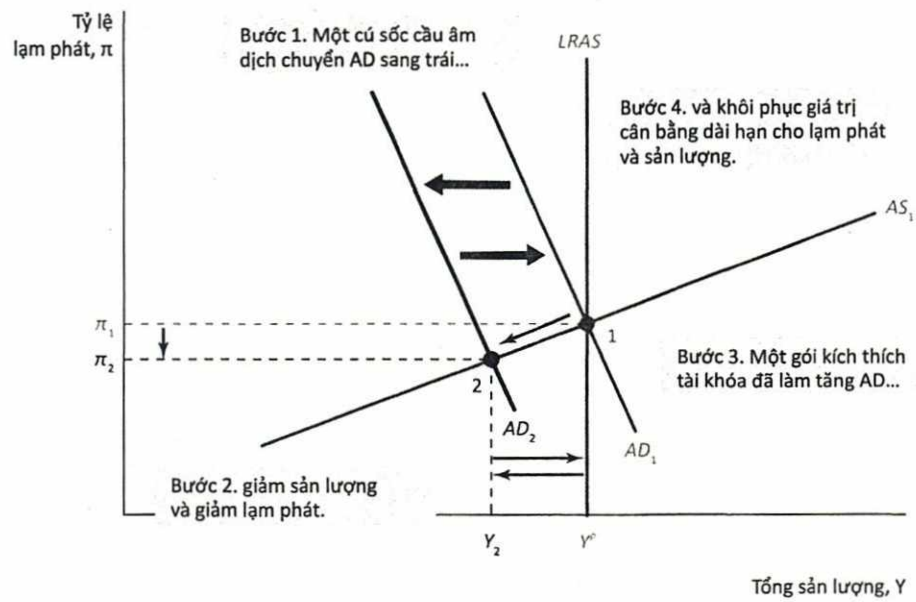
Cú sốc cầu âm do xuất khẩu suy giảm dẫn đến suy giảm tổng cầu, dịch chuyển đường tổng cầu sang AD_2 và chuyển nền kinh tế từ điểm 1 sang điểm 2 trong bảng (a) của Hình 18. Theo dự đoán của phân tích tổng cầu và tổng cung, tăng trưởng kinh tế Trung Quốc chậm lại từ hơn 11% trong nửa đầu năm 2008 xuống dưới 5% trong nửa cuối năm, trong khi lạm phát giảm từ 7,9% xuống 3,9% và trở nên âm sau đó (xem bảng (b) của Hình 18).

Thay vì chỉ dựa vào cơ chế tự điều chỉnh của nền kinh tế, Chính phủ Trung Quốc đã đề xuất một gói kích thích tài khóa khổng lồ 580 tỷ đô la vào năm 2008, với mức 12,5% GDP, lớn gấp ba lần so với gói kích thích tài khóa của Mỹ so với GDP. Ngoài ra, Ngân hàng Nhân dân Trung Quốc, ngân hàng trung ương, bắt đầu thực hiện các biện pháp nhằm nới lỏng chính sách tiền tệ một cách tự định. Những hành động quyết định này đã chuyển đường tổng cầu trở lại AD_1, và nền kinh tế Trung Quốc rất nhanh chóng quay trở lại điểm 1. Do đó, nền kinh tế Trung Quốc đã vượt qua cuộc khủng hoảng tài chính một cách tương đối tốt, với tăng trưởng sản lượng tăng nhanh trong năm 2009 và lạm phát trở nên dương sau đó. ◆

[7]Lưu ý rằng Trung Quốc, cũng như phần còn lại của thế giới, đã gặp phải sự gia tăng giá năng lượng, bước đầu làm dịch chuyển đường tổng cung ngắn hạn lên trên. Do đó, cũng như ở Vương quốc Anh, trong năm 2007, nền kinh tế Trung Quốc đã trải qua sự gia tăng lạm phát và tăng trưởng chậm lại một chút. Những sự kiện này không được mô tả trong Hình 18 vì nếu có cả chúng sẽ khiến Hình 18 trở nên quá phức tạp.

MyLab Economics Bài giảng Mini

(a) Phân tích tổng cầu và tổng cung



(b) Tăng trưởng sản lượng và lạm phát của Trung Quốc, 2006–2009

Năm	Tăng trưởng sản lượng (%)	Lạm phát (Qua các năm) (%)
2006	11,8	1,5
2007	12,4	4,8
Tháng 6, 2008	11,2	7,9
Tháng 12, 2008	4,4	3,9
Tháng 6, 2009	11,1	–1,1
Tháng 12, 2009	10,4	–0,3

HÌNH 18 Trung Quốc và cuộc khủng hoảng tài chính, 2007-2009

Bảng (a) cho thấy sự sụp đổ của xuất khẩu Trung Quốc bắt đầu từ năm 2008 đã dẫn đến cú sốc cầu âm làm dịch chuyển đường tổng cầu sang AD_2, chuyển nền kinh tế sang điểm 2, nơi tăng trưởng sản lượng giảm xuống dưới mức tiềm năng và lạm phát giảm. Một gói kích thích tài khóa lớn và chính sách tiền tệ nới lỏng tự định đã chuyển đường tổng cầu trở lại AD_1, và nền kinh tế rất nhanh chóng trở lại trạng thái cân bằng dài hạn tại điểm 1. Dữ liệu trong bảng (b) hỗ trợ phân tích này: Lưu ý rằng sản lượng tăng trưởng chậm lại nhưng sau đó tăng trở lại, và lạm phát bắt đầu giảm với tốc độ ít nhanh hơn.

Nguồn: Quỹ Tiền tệ Quốc tế. 2010. Thống kê Tài chính Quốc tế. Country Tables, http://www.imf.org/external/data.htm.

TÓM LƯỢC

1. Đường tổng cầu cho biết tổng sản lượng được cầu tại mỗi tỷ lệ lạm phát, và có dạng dốc xuống. Các yếu tố chính làm dịch chuyển đường tổng cầu là (1) chính sách tiền tệ tự định, (2) mua sắm của chính phủ, (3) thuế, (4) xuất khẩu ròng tự định, (5) chi tiêu tiêu dùng tự định, (6) đầu tư tự định, và (7) ma sát tài chính.

2. Đường tổng cung dài hạn là đường thẳng đứng tại sản lượng tiềm năng. Đường tổng cung dài hạn dịch chuyển khi công nghệ thay đổi, khi có những thay đổi về lượng lao động hoặc vốn trong dài hạn, hoặc khi tỷ lệ thất nghiệp tự nhiên thay đổi. Đường tổng cung ngắn hạn dốc lên vì lạm phát tăng khi sản lượng tăng so với sản lượng tiềm năng. Đường cung ngắn hạn thay đổi khi có những thay đổi về lạm phát kỳ vọng, các cú sốc lạm phát hoặc chênh lệch sản lượng kéo dài.

3. Trạng thái cân bằng trong ngắn hạn xảy ra tại điểm đường tổng cầu cắt đường tổng cung ngắn hạn. Mặc dù đây là mức mà nền kinh tế tạm thời hướng tới, cơ chế tự điều chỉnh dẫn đến nền kinh tế cố định ổn định ở trạng thái cân bằng trong dài hạn, tại điểm mà đường tổng cầu cắt đường tổng cung dài hạn và tổng sản lượng là ở tiềm năng của nó. Sự thay đổi của đường tổng cầu hoặc đường tổng cung trong ngắn hạn hoặc dài hạn có thể tạo ra những thay đổi trong tổng sản lượng và lạm phát.

4. Cú sốc cầu dương làm dịch chuyển đường tổng cầu sang phải và ban đầu dẫn đến sự gia tăng cả lạm phát và sản lượng. Tuy nhiên, về lâu dài, một cú sốc như vậy chỉ dẫn đến sự gia tăng lạm phát, vì sản lượng quay trở lại mức Y^P ban đầu.

5. Cú sốc cung dương tạm thời dẫn đến sự dịch chuyển xuống và sang phải của đường tổng cung ngắn hạn, ban đầu làm giảm lạm phát và tăng sản lượng. Tuy nhiên, về lâu dài, sản lượng và lạm phát không đổi. Một cú sốc cung dương vĩnh viễn ban đầu dẫn đến sản lượng tăng và lạm phát giảm. Tuy nhiên, ngược lại với cú sốc cung tạm thời, về lâu dài, cú sốc cung dương vĩnh viễn, làm tăng sản lượng tiềm năng, dẫn đến sản lượng tăng vĩnh viễn và lạm phát giảm vĩnh viễn.

6. Phân tích tổng cung và tổng cầu có thể được sử dụng để phân tích các giai đoạn chu kỳ kinh doanh nước ngoài cũng như các giai đoạn chu kỳ kinh doanh trong nước.

THUẬT NGỮ QUAN TRỌNG

CÂU HỎI

Tất cả các câu hỏi đều có trong **MyLab Economics** *tại* www.pearson.com/mylab/economics.

1. Giải thích tại sao đường tổng cầu dốc xuống và đường tổng cung trong ngắn hạn dốc lên.
2. Xác định ba yếu tố có thể làm dịch chuyển đường tổng cầu sang phải và ba yếu tố có thể làm dịch chuyển đường tổng cầu sang trái.
3. "Sự tăng giá của đồng đô la từ năm 2012 đến năm 2017 đã ảnh hưởng tiêu cực đến tổng cầu ở Hoa Kỳ." Tuyên bố này đúng, sai hay không chắc chắn? Giải thích câu trả lời của bạn.
4. Ở nhiều nước trên thế giới, dân số đang già đi và một bộ phận lớn dân số đang nghỉ hưu hoặc sắp nghỉ hưu. Điều này sẽ có tác động gì đến đường tổng cung dài hạn của một quốc gia? Kết quả là điều gì sẽ xảy ra với tổng sản lượng?
5. Nếu năng suất lực lượng lao động trở nên tốt hơn theo thời gian, thì đường tổng cung dài hạn sẽ bị ảnh hưởng như thế nào?
6. Tại sao các ngân hàng trung ương lại quan tâm đến kỳ vọng lạm phát?
7. "Nếu giá cả và tiền lương tuyệt đối linh hoạt, thì g = 0 và những thay đổi của tổng cầu có ảnh hưởng nhỏ hơn đến sản lượng." Tuyên bố này đúng, sai hay không chắc chắn? Giải thích câu trả lời của bạn.
8. Những yếu tố nào làm dịch chuyển đường tổng cung ngắn hạn? Có yếu tố nào trong số này làm thay đổi đường tổng cung dài hạn không? Tại sao?
9. Nếu thâm hụt ngân sách lớn khiến công chúng nghĩ rằng sẽ có lạm phát cao hơn trong tương lai, thì điều gì có khả năng xảy ra với đường tổng cung ngắn hạn khi thâm hụt ngân sách tăng lên?

10. Hậu quả của cuộc khủng hoảng tài chính ở Hoa Kỳ, dịch chuyển lao động đã giảm đáng kể. Làm thế nào, nếu có, điều này có thể ảnh hưởng đến tỷ lệ thất nghiệp tự nhiên như thế nào?
11. Khi tổng sản lượng thấp hơn tỷ lệ sản lượng tự nhiên, điều gì sẽ xảy ra với tỷ lệ lạm phát theo thời gian nếu đường tổng cầu không đổi? Tại sao?
12. Giả sử công chúng tin rằng một chương trình chống lạm phát mới được công bố sẽ hoạt động và do đó làm giảm kỳ vọng của họ về lạm phát trong tương lai. Điều gì sẽ xảy ra với tổng sản lượng và tỷ lệ lạm phát trong ngắn hạn?
13. Nếu tỷ lệ thất nghiệp cao hơn tỷ lệ thất nghiệp tự nhiên, các yếu tố khác không đổi, điều gì sẽ xảy ra đối với lạm phát và sản lượng?
14. Điều gì xảy ra với lạm phát và sản lượng trong ngắn hạn và dài hạn khi thuế giảm?
15. Yếu tố nào dẫn đến tỷ lệ thất nghiệp và lạm phát giảm trong những năm 1990?
16. Nếu lạm phát đình trệ là xấu (lạm phát cao và tỷ lệ thất nghiệp cao), điều này có nhất thiết có nghĩa là lạm phát thấp và tỷ lệ thất nghiệp thấp là tốt?
17. Tại sao Cục Dự trữ Liên bang lại theo đuổi các chính sách suy thoái vốn có vào đầu những năm 1980?
18. Giảm lạm phát Volcker được coi là thành công theo khía cạnh nào? Theo khía cạnh nào thì nó được coi là thất bại?
19. Tại sao Trung Quốc xử lý tốt hơn nhiều so với Hoa Kỳ và Vương quốc Anh trong cuộc khủng hoảng tài chính 2007-2009?

BÀI TẬP ÁP DỤNG

Tất cả các bài tập áp dụng đều có trong **MyLab Economics** *tại* www.pearson.com/mylab/economics.

20. Sử dụng đồ thị tổng cầu và tổng cung, hãy chỉ ra và mô tả những tác động trong ngắn hạn và dài hạn của những điều sau:

    a. Một cú sốc cung âm tạm thời

    b. Một cú sốc cung âm vĩnh viễn
21. Giả sử tổng thống được Quốc hội thông qua luật khuyến khích đầu tư vào nghiên cứu và phát triển công nghệ mới. Giả sử chính sách này dẫn đến sự thay đổi năng suất tích cực cho nền kinh tế Hoa Kỳ, hãy sử dụng phân tích tổng cầu và cung để dự đoán tác động lên lạm phát và sản lượng. Biểu diễn các hiệu ứng này trên đồ thị.
22. Các đề xuất ủng hộ việc thực hiện thuế bán hàng quốc gia đã được trình bày trước Quốc hội. Dự đoán tác động của loại thuế đó lên đường tổng cung và đường cầu, cho thấy tác động lên sản lượng và lạm phát. Sử dụng biểu đồ tổng cung và cầu để chứng minh những ảnh hưởng này.
23. Giả sử tỷ lệ lạm phát không đổi trong khi sản lượng giảm và tỷ lệ thất nghiệp tăng. Sử dụng đồ thị tổng cầu và tổng cung, hãy cho biết tình huống này có thể xảy ra như thế nào.
24. Phân loại từng ý dưới đây thành cú sốc cung hoặc cú sốc cầu. Sử dụng biểu đồ để hiển thị các tác động đến lạm phát và sản lượng trong ngắn hạn và dài hạn.

    a. Ma sát tài chính gia tăng.

    b. Các hộ gia đình và doanh nghiệp trở nên lạc quan hơn về nền kinh tế.

    c. Thời tiết thuận lợi tạo ra một vụ lúa mì và ngô kỷ lục ở vùng Trung Tây.

    d. Công nhân ô tô đình công trong bốn tháng.
25. Trong năm 2017, một số quan chức Fed đã thảo luận về khả năng tăng lãi suất như một cách chống lại sự gia tăng tiềm năng của lạm phát kỳ vọng. Nếu công chúng kỳ vọng tỷ lệ lạm phát cao hơn trong tương lai, thì tác động lên đường tổng cung ngắn hạn sẽ như thế nào? Sử dụng đồ thị tổng cầu và cung để minh họa câu trả lời của bạn.

BÀI TẬP PHÂN TÍCH DỮ LIỆU

Các bài tập được cập nhật bằng dữ liệu thời gian thực trong MyLab Economics và có thể dùng để thực hành hoặc để làm bài tập lớn.

1. Truy cập cơ sở dữ liệu FRED của Cục Dự trữ Liên bang St. Louis và tìm dữ liệu về chi tiêu thực của chính phủ (GCEC1), GDP thực (GDPC1), thuế (W006RC-1Q027SBEA) và chỉ số giá chi tiêu tiêu dùng cá nhân (PCECTPI), một thước đo của mức giá. Tải xuống tất cả dữ liệu vào bảng tính và chuyển đổi chuỗi dữ liệu thuế thành thuế thực tế. Để làm điều

này, đối với mỗi quý, hãy chia thuế cho chỉ số giá và sau đó nhân với 100.

a. Tính toán mức độ thay đổi trong GDP thực tế trong bốn quý gần đây nhất của dữ liệu và bốn quý trước đó.
b. Tính toán mức độ thay đổi trong chi tiêu thực tế của chính phủ và thuế thực tế trong bốn quý gần đây nhất của dữ liệu và bốn quý trước đó.
c. Kết quả của bạn có phù hợp với những gì bạn mong đợi không? Câu trả lời của bạn cho phần (b) giúp giải thích như thế nào, nếu có, cho câu trả lời của bạn cho phần (a)? Giải thích bằng cách sử dụng các đường IS và AD.

2. Truy cập cơ sở dữ liệu FRED của Cục Dự trữ Liên bang St. Louis và tìm dữ liệu về chỉ số giá chi tiêu tiêu dùng cá nhân (PCECTPI), là thước đo mức giá; chi trả thực mỗi giờ (COMPRNFB); sản lượng thực khu vực kinh doanh phi nông nghiệp mỗi giờ (OPHNFB), là thước đo năng suất của người lao động; giá một thùng dầu (MCOILWTICO); và cuộc khảo sát của Đại học Michigan về kỳ vọng lạm phát (MICH). Sử dụng cài đặt tần suất để chuyển đổi chuỗi dữ liệu kỳ vọng về giá dầu và lạm phát thành "Quarterly" và sử dụng cài đặt đơn vị để chuyển đổi chỉ số giá thành "Percent Change from Year Ago". Tải xuống tất cả dữ liệu vào một bảng tính và chuyển đổi các biện pháp chi trả và năng suất thành một chỉ số. Để làm điều này, đối với mỗi quý, lấy số tiền chi trả và trừ số năng suất. Gọi sự khác biệt này là "Mức lương ròng cao hơn năng suất."
   a. Tính toán sự thay đổi của tỷ lệ lạm phát trong bốn quý gần đây nhất có dữ liệu và bốn quý trước đó.
   b. Tính toán những thay đổi trong tiền lương ròng trên sản lượng, giá dầu và kỳ vọng thông tin trong bốn quý gần đây nhất có dữ liệu và bốn quý trước đó.
   c. Kết quả của bạn có phù hợp với những gì bạn mong đợi không? Câu trả lời của bạn cho phần (b) giúp giải thích như thế nào, nếu có, cho câu trả lời của bạn cho phần (a)? Giải thích bằng cách sử dụng đường tổng cung ngắn hạn.

BÀI TẬP WEB

1. Cuộc khủng hoảng tài chính 2007–2009 đã đưa Hoa Kỳ vào cuộc suy thoái tồi tệ nhất kể từ khi kết thúc Thế chiến thứ hai, với tỷ lệ thất nghiệp tăng lên trên 10%. Truy cập http://research.stlouisfed.org/fred2/ và nhấp vào liên kết Series ID "UNRATE" (Tỷ lệ thất nghiệp dân sự). Điều gì đã xảy ra với tỷ lệ thất nghiệp kể từ thời điểm giá trị được báo cáo cuối cùng trong Hình 16?
2. Trong tuyên bố của mình ngày 14 tháng 6 năm 2017, Ủy ban Thị trường Mở Liên bang chỉ ra rằng lạm phát "đang ở mức dưới 2%". Truy cập http://research.stlouisfed.org/fred2/, và nhấp vào liên kết Series ID "CPIAUCSL" (Chỉ số Giá Tiêu dùng cho Tất cả Người tiêu dùng Thành thị: Tất cả Các mặt hàng-SA). Sau đó nhấp vào liên kết "Percent Change from Year Ago". Điều gì đã xảy ra với tỷ lệ lạm phát kể từ thời điểm giá trị được báo cáo cuối cùng trong Hình 16?

TRANG WEB THAM KHẢO

http://www.bls.gov

Trang chủ của Cục Thống kê Lao động liệt kê thông tin về tỷ lệ thất nghiệp và mức giá.

http://www.research.stlouisfed.org/fred2/

Cơ sở dữ liệu dữ liệu kinh tế Hoa Kỳ do Ngân hàng Dự trữ Liên bang St. Louis lưu trữ.

PHỤ LỤC CHƯƠNG

22 Đường Phillips và Đường tổng cung trong ngắn hạn

Phụ lục này thảo luận về *đường Phillips*, mô tả mối quan hệ của tình trạng thất nghiệp và lạm phát, và phụ lục này cho thấy cách mối quan hệ này có thể được sử dụng để xây dựng đường tổng cung ngắn hạn được trình bày trong chương này.

ĐƯỜNG PHILLIPS

Năm 1958, nhà kinh tế người New Zealand A.W. Phillips đã công bố một bài báo nổi tiếng nghiên cứu mối quan hệ giữa thất nghiệp và tăng trưởng tiền lương ở Vương quốc Anh.[1] Trong những năm từ 1861 đến 1957, ông nhận thấy rằng thời kỳ thất nghiệp thấp có sự tăng nhanh của tiền lương, trong khi tỷ lệ thất nghiệp cao có tăng trưởng tiền lương thấp. Các nhà kinh tế khác sớm phát hiện ra rằng mối quan hệ này đã mở rộng sang nhiều quốc gia khác. So với tăng trưởng tiền lương, lạm phát là ấn đề kinh tế vĩ mô trọng tâm hơn, nên các nhà kinh tế này đã nghiên cứu mối quan hệ giữa thất nghiệp và lạm phát. Mối tương quan nghịch giữa thất nghiệp và lạm phát mà họ tìm thấy ở nhiều quốc gia đã được biết đến với tên *đường Phillips*.

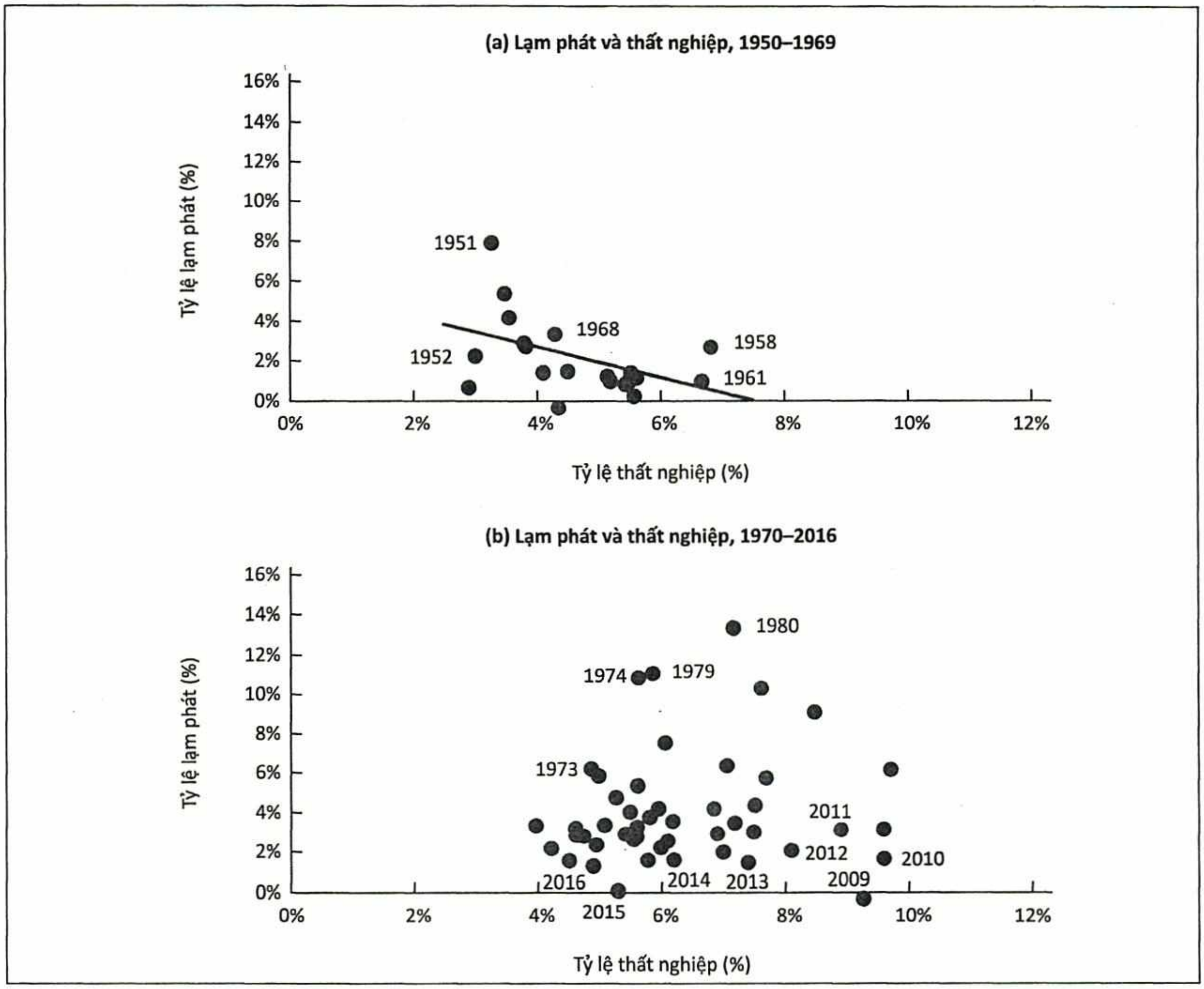
Ý tưởng của đường Phillips khá trực quan. Khi thị trường lao động *thắt chặt* - nghĩa là tỷ lệ thất nghiệp thấp - các doanh nghiệp có thể gặp khó khăn trong việc tuyển dụng lao động có trình độ và thậm chí có thể khó giữ chân được nhân viên. Do thị trường lao động thiếu công nhân, các công ty sẽ tăng lương để thu hút lao động và cũng tăng giá với tốc độ nhanh hơn.

Phân tích đường Phillips trong những năm 1960

Bởi vì lạm phát tiền lương ảnh hưởng trực tiếp đến lạm phát tổng thể, vào những năm 1960, đường Phillips trở thành mô hình cực kỳ phổ biến cho sự biến động lạm phát vì nó dường như rất khớp với dữ liệu. Bảng (a) của Hình 1 cho thấy biểu đồ của tỷ lệ lạm phát Hoa Kỳ so với tỷ lệ thất nghiệp từ năm 1950 đến năm 1969. Từ biểu đồ này, chúng ta có thể thấy rằng một mối tương quan âm rất rõ ràng tồn tại giữa thất nghiệp và lạm phát. Đường Phillips cho giai đoạn này dường như ngụ ý rằng có sự đánh đổi trong dài hạn giữa

[1] A.W. Phillips, "The Relationship Between Unemployment and the Rate of Change of Money Wages in the United Kingdom, 1861–1957," Economica 25 (November 1958): 283–299.

MyLab Economics Bài giảng Mini



HÌNH 1 Lạm phát và Thất nghiệp ở Hoa Kỳ, 1950–1969 và 1970–2016

Biểu đồ của lạm phát so với tỷ lệ thất nghiệp trong giai đoạn 1950-1969 trong bảng (a) cho thấy tỷ lệ lạm phát cao hơn nhìn chung có liên quan đến tỷ lệ thất nghiệp thấp hơn. Bảng (b) cho thấy rằng sau năm 1970, mối tương quan nghịch giữa lạm phát và thất nghiệp đã biến mất.

Nguồn: Cơ sở dữ liệu của Ngân hàng Dự trữ Liên bang St. Louis, FRED: https://fred.stlouisfed.org/series/UNRATE; https://fred.stlouisfed.org/series/CPIAUCSL

thất nghiệp và lạm phát - nghĩa là, các nhà hoạch định chính sách có thể chọn các chính sách dẫn đến tỷ lệ lạm phát cao hơn và kết quả là tỷ lệ thất nghiệp thấp hơn trên một cơ sở bền vững. Sự đánh đổi rõ ràng này có ảnh hưởng rất lớn trong giới chính sách vào những năm 1960, như chúng ta có thể thấy trong hộp Đọc thêm, "Đánh đổi đường Phillips và Chính sách Kinh tế Vĩ mô trong những năm 1960".

Đọc thêm Đánh đổi đường Phillips và chính sách kinh tế vĩ mô trong những năm 1960

Năm 1960, Paul Samuelson và Robert Solow đã xuất bản một bài báo phác thảo cách các nhà hoạch định chính sách có thể khai thác sự đánh đổi đường Phillips. Nhà hoạch định chính sách có thể lựa chọn giữa hai mục tiêu cạnh tranh - lạm phát và thất nghiệp - và quyết định tỷ lệ lạm phát mà họ sẵn sàng chấp nhận để đạt được tỷ lệ thất nghiệp thấp hơn.* Samuelson và Solow thậm chí còn tuyên bố rằng các nhà hoạch định chính sách có thể đạt được một mục tiêu "không cầu toàn" là tỷ lệ thất nghiệp 3%, ở mức tỷ lệ lạm phát mà họ cho là có thể chấp nhận được là 4% –5% mỗi năm. Cách nghĩ này đã có tác động trong thời kỳ chính quyền Kennedy và sau đó là Johnson và góp phần vào việc áp dụng các chính sách vào giữa những năm 1960 nhằm kích thích nền kinh tế và đưa tỷ lệ thất nghiệp xuống mức thấp. Lúc đầu, các chính sách này có vẻ thành công vì tỷ lệ lạm phát cao hơn sau đó đi kèm với tỷ lệ thất nghiệp thấp hơn. Tuy nhiên, thời kỳ tốt đẹp đã không kéo dài: Từ cuối những năm 1960 đến những năm 1970, lạm phát tăng nhanh nhưng tỷ lệ thất nghiệp vẫn ở mức cao.

*Paul A. Samuelson and Robert M. Solow, "Analytical Aspects of Anti-Inflation Policy," *American Economic Review* 50 (May 1960, Papers and Proceedings): 177–194.

Phân tích của Friedman-Phelps về đường Phillips

Năm 1967 và 1968, những kinh tế gia đoạt giải Nobel Milton Friedman và Edmund Phelps đã chỉ ra một sai sót lý thuyết nghiêm trọng trong phân tích đường Phillips.[2] Phân tích đường Phillips không phù hợp với quan điểm rằng người lao động và doanh nghiệp quan tâm đến tiền lương thực tế, là lượng hàng hóa và dịch vụ thực tế mà tiền lương có thể mua được, chứ không phải tiền lương danh nghĩa. Do đó, khi người lao động và doanh nghiệp kỳ vọng mức giá tăng lên, họ sẽ điều chỉnh tiền lương danh nghĩa lên để tỷ lệ tiền lương thực tế không giảm. Nói cách khác, tiền lương và lạm phát tổng thể sẽ tăng trên cơ sở 1-1 với sự gia tăng của lạm phát kỳ vọng, cũng như phản ứng với sự thắt chặt của thị trường lao động. Ngoài ra, phân tích Friedman-Phelps cho rằng về lâu dài nền kinh tế sẽ đạt đến mức thất nghiệp xảy ra nếu tất cả tiền lương và giá cả đều linh hoạt, mà họ gọi là *tỷ lệ thất nghiệp tự nhiên*.[3] Tỷ lệ thất nghiệp tự nhiên là mức thất nghiệp toàn dụng, bởi vì một số thất nghiệp vẫn sẽ tồn tại ngay cả khi tiền lương và giá cả linh hoạt.

Lập luận của Friedman-Phelps đề xuất một đường Phillips mà chúng ta có thể viết như sau:

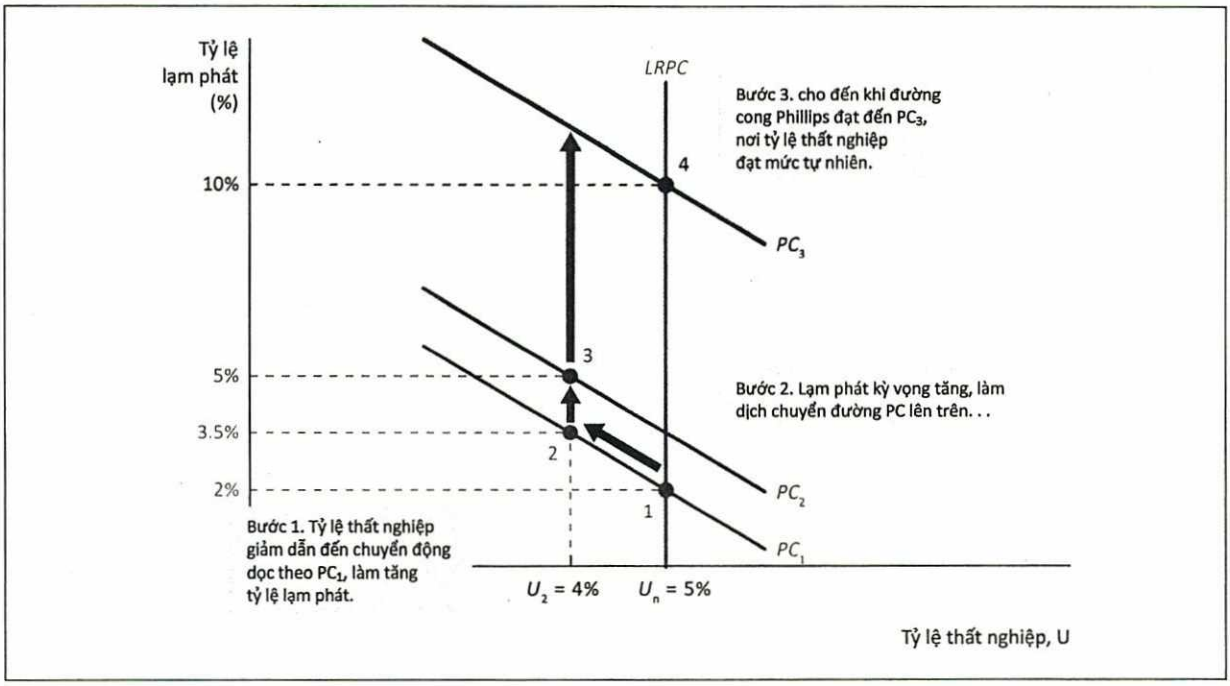
$$\pi = \pi^e - \omega(U - U_n) \quad (1)$$

Trong đó π đại diện cho lạm phát, π^e là lạm phát kỳ vọng, U là tỷ lệ thất nghiệp, U_n là tỷ lệ thất nghiệp tự nhiên và ω là độ nhạy của lạm phát với $U - U_n$. Sự hiện diện của π^e giải thích tại sao Công thức 1 còn được gọi là *đường Phillips điều chỉnh theo kỳ vọng*: Nó chỉ ra

[2]Milton Friedman đã nêu ra những lời chỉ trích của ông về đường Phillips trong bài phát biểu tổng thống năm 1967 của ông trước Hiệp hội Kinh tế Hoa Kỳ: Milton Friedman, "The Role of Monetary Policy," American Economic Review 58 (1968): 1–17. Những phác thảo về mô hình tái lập của Phelps cho đường Phillips có trong Edmund Phelps, "Money-Wage Dynamics and Labor-Market Equilibrium," Journal of Political Economy 76 (July/August 1968, Part 2): 687–711.

[3]Như chúng ta đã thảo luận trong Chương 16, sẽ luôn có một số thất nghiệp - thất nghiệp ma sát, thất nghiệp xảy ra do người lao động đang tìm kiếm việc làm, hoặc thất nghiệp cơ cấu, thất nghiệp phát sinh do sự không phù hợp giữa các kỹ năng với công việc hiện có và là một đặc điểm cấu trúc của thị trường lao động. Do đó, ngay cả khi tiền lương và giá cả tuyệt đối linh hoạt, tỷ lệ thất nghiệp tự nhiên vẫn ở mức trên 0.

MyLab Economics Bài giảng Mini



HÌNH 2 Đường Phillips Ngắn hạn và Dài hạn

Đường Phillips điều chỉnh theo kỳ vọng dốc xuống vì tỷ lệ thất nghiệp thấp hơn dẫn đến tỷ lệ lạm phát cao hơn đối với mọi mức lạm phát kỳ vọng cho trước. Nếu nền kinh tế di chuyển, do tỷ lệ thất nghiệp giảm, từ điểm 1 đến điểm 2 trên PC_1, tỷ lệ lạm phát tăng lên. Nếu tỷ lệ thất nghiệp vẫn ở mức 4%, lạm phát sẽ tăng thêm, làm dịch chuyển đường Phillips điều chỉnh theo kỳ vọng ngắn hạn lên PC_2 và đến điểm 3. Cuối cùng, khi nền kinh tế đạt đến điểm 4, trong đó $\pi^e = \pi = 10\%$, đường Phillips điều chỉnh theo kỳ vọng PC_3 ngừng dịch chuyển vì tỷ lệ thất nghiệp bằng tỷ lệ thất nghiệp tự nhiên. Đường nối điểm 1 và 4 là đường Phillips dài hạn, *LRPC*, và cho thấy rằng tỷ lệ thất nghiệp dài hạn bằng tỷ lệ thất nghiệp tự nhiên đối với mọi tỷ lệ lạm phát cho trước.

rằng lạm phát có liên quan ngược chiều với sự khác biệt giữa tỷ lệ thất nghiệp và tỷ lệ thất nghiệp tự nhiên $(U - U_n)$, một thước đo sự thắt chặt của thị trường lao động được gọi là *khoảng cách thất nghiệp*.

Đường Phillips điều chỉnh theo kỳ vọng ngụ ý rằng tỷ lệ thất nghiệp trong dài hạn sẽ bằng với mức tỷ lệ tự nhiên, như Friedman và Phelps đã đưa ra giả thuyết. Viejc thừa nhận rằng trong dài hạn, lạm phát kỳ vọng phải hướng tới lạm phát thực tế, và do đó Công thức 1 chỉ ra rằng U phải bằng U_n.

Phiên bản đường Phillips điều chỉnh theo kỳ vọng của Friedman-Phelps không cho thấy sự đánh đổi trong dài hạn giữa thất nghiệp và lạm phát. Để thể hiện điều này, Hình 2 trình bày đường Phillips điều chỉnh theo kỳ vọng, được đánh dấu là PC_1, cho tỷ lệ lạm phát kỳ vọng nhất định là 2% và tỷ lệ thất nghiệp tự nhiên là 5%. (PC_1 đi qua điểm 1 vì Công thức 1 chỉ ra rằng khi $\pi = \pi^e = 2\%$, $U = U_n = 5\%$, và độ dốc của đường là $-\omega$.) Giả sử nền kinh tế ban đầu ở điểm 1, nơi tỷ lệ thất nghiệp là mức tỷ lệ tự nhiên là 5%, nhưng sau đó các chính sách của chính phủ nhằm kích thích nền kinh tế khiến tỷ lệ thất nghiệp giảm xuống còn 4%, một mức thấp hơn mức tỷ lệ tự nhiên. Nền kinh tế sau đó di chuyển

theo PC_1 đến điểm 2, với lạm phát tăng trên 2%, ví dụ, 3,5%. Lạm phát kỳ vọng sau đó cũng tăng, và do đó, đường Phillips điều chỉnh theo kỳ vọng dịch chuyển lên từ PC_1 sang PC_2. Những nỗ lực tiếp tục nhằm kích thích nền kinh tế và giữ tỷ lệ thất nghiệp ở mức 4%, thấp hơn mức tỷ lệ tự nhiên, sẽ làm tăng thêm tỷ lệ lạm phát thực tế và kỳ vọng, khiến đường Phillips điều chỉnh theo kỳ vọng tiếp tục dịch chuyển lên trên.

Khi nào thì đường Phillips điều chỉnh theo kỳ vọng sẽ ngừng tăng? Nó sẽ chỉ dừng lại khi tỷ lệ thất nghiệp quay trở lại mức tỷ lệ tự nhiên, tức là khi $U = U_n = 5\%$. Giả sử điều này xảy ra khi lạm phát ở mức 10%; thì lạm phát kỳ vọng cũng sẽ ở mức 10% vì lạm phát đã giảm xuống mức đó, với đường Phillips điều chỉnh theo kỳ vọng tại PC_3 trong Hình 2. Nền kinh tế bây giờ sẽ chuyển sang điểm 4, với $\pi = \pi^e = 10\%$ và tỷ lệ thất nghiệp là với tỷ lệ tự nhiên $U = U_n = 5\%$. Do đó, chúng ta thấy rằng về lâu dài, khi đường Phillips điều chỉnh theo kỳ vọng ngừng dịch chuyển, nền kinh tế sẽ ở các điểm như 1 và 4. Do đó, đường nối các điểm này là đường Phillips dài hạn, chúng ta đánh dấu là *LRPC* trong Hình 2.

Hình 2 dẫn chúng ta đến ba kết luận quan trọng:

1. ***Không có sự đánh đổi trong dài hạn giữa thất nghiệp và lạm phát*** bởi vì, như được thể hiện bởi đường Phillips dài hạn thẳng đứng, tỷ lệ lạm phát dài hạn cao hơn không gắn với mức thất nghiệp thấp hơn.
2. ***Có một sự đánh đổi ngắn hạn giữa thất nghiệp và lạm phát*** bởi vì, tại một tỷ lệ lạm phát kỳ vọng nhất định, các nhà hoạch định chính sách có thể đạt được tỷ lệ thất nghiệp thấp hơn với chi phí là tỷ lệ lạm phát cao hơn một chút, như được chỉ ra ở điểm 2 trong Hình 2.
3. ***Có hai loại đường Phillips, dài hạn và ngắn hạn.*** Các đường Phillips điều chỉnh theo kỳ vọng—PC_1, PC_2 và PC_3—thực sự là các đường Phillips ngắn hạn: Chúng được vẽ với các giá trị cho trước của lạm phát kỳ vọng và sẽ thay đổi nếu tỷ lệ thất nghiệp sai lệch so với tỷ lệ tự nhiên gây ra lạm phát và lạm phát kỳ vọng thay đổi.

Đường Phillips sau những năm 1960

Như được chỉ ra trong Hình 2, đường Phillips điều chỉnh theo kỳ vọng cho thấy mối tương quan nghịch giữa thất nghiệp và lạm phát bị phá vỡ khi tỷ lệ thất nghiệp duy trì dưới tỷ lệ thất nghiệp tự nhiên trong mọi khoảng thời gian. Dự đoán này của phân tích Friedman và Phelps thực ra lại rất đúng. Bắt đầu từ những năm 1970, sau một thời kỳ tỷ lệ thất nghiệp rất thấp, mối tương quan nghịch giữa tỷ lệ thất nghiệp và lạm phát rất rõ ràng trong những năm 1950 và 1960 đã biến mất, như thể hiện trong bảng (b) của Hình 1. Không có gì đáng ngạc nhiên, với nghiên cứu xuất sắc của Friedman và Phelps, cả hai đều được trao giải Nobel.

Đường Phillips hiện đại

Lạm phát tăng mạnh cùng với sự gia tăng mạnh mẽ của giá dầu vào năm 1973 và 1979 (xem bảng (b) của Hình 1), và các nhà lý thuyết về đường Phillips nhận ra rằng họ phải thêm một đặc điểm nữa vào đường Phillips điều chỉnh theo kỳ vọng. Cú sốc cung là cú sốc về phía cung làm thay đổi lượng sản lượng mà một nền kinh tế có thể sản xuất từ cùng một lượng vốn và lao động. Những cú sốc cung này chuyển thành cú sốc lạm phát, nghĩa là, sự thay đổi của lạm phát không phụ thuộc vào sự thắt chặt của thị trường lao động hoặc của lạm phát kỳ vọng. Ví dụ, khi cung dầu bị hạn chế sau cuộc chiến giữa các quốc gia Ả Rập và Israel năm 1973, giá dầu đã tăng gấp 4 lần và các công ty phải tăng giá để phản ánh chi phí

sản xuất tăng lên, do đó làm tăng lạm phát. Thêm cú sốc lạm phát (ρ) vào đường Phillips điều chỉnh theo kỳ vọng dẫn đến dạng hiện đại của đường Phillips ngắn hạn:

$$\pi = \pi^e - \omega(U - U_n) + \rho \tag{2}$$

Đường Phillips hiện đại, ngắn hạn ngụ ý rằng tiền lương và giá cả có độ cứng nhắc. Lương và giá cả càng linh hoạt, chúng, và lạm phát, càng phản ứng mạnh với độ lệch của tỷ lệ thất nghiệp từ tỷ lệ tự nhiên. Tức là, tiền lương và giá cả linh hoạt hơn ngụ ý rằng giá trị tuyệt đối của v cao hơn, điều này ngụ ý rằng đường Phillips trong ngắn hạn dốc hơn. Nếu tiền lương và giá cả tuyệt đối linh hoạt, thì ω sẽ trở nên lớn đến mức đường Phillips ngắn hạn là thẳng đứng và giống hệt với đường Phillips dài hạn. Trong trường hợp này, không có sự đánh đổi trong dài hạn hay ngắn hạn giữa thất nghiệp và lạm phát.

Đường Phillips hiện đại với những kỳ vọng thích ứng (nhìn lại)

Để hoàn thành phân tích của chúng ta về đường Phillips, chúng ta cần hiểu cách các công ty và hộ gia đình hình thành kỳ vọng về lạm phát. Một mô hình đơn giản giả định rằng họ làm như vậy bằng cách nhìn vào lạm phát trong quá khứ:

$$\pi = \pi_{-1}$$

trong đó π_{-1} là tỷ lệ lạm phát của thời kỳ trước. Dạng kỳ vọng này được gọi là kỳ vọng thích ứng hoặc kỳ vọng nhìn lại bởi vì kỳ vọng được hình thành bằng cách nhìn về quá khứ và do đó thay đổi chậm theo thời gian.[4] Thay π_{-1} cho π^e trong Công thức 2 thu được đường Phillips ngắn hạn sau:

$$\pi = \pi_{-1} - \omega(U - U_n) + \rho$$

lạm phát = lạm phát kỳ vọng - ω X khoảng cách thất nghiệp + sốc lạm phát (3)

Dạng này của đường Phillips có hai ưu điểm so với dạng tổng quát hơn được đưa ra trong Phương trình 2. Đầu tiên, nó có dạng toán học rất đơn giản và thuận tiện để sử dụng. Thứ hai, nó cung cấp bổ sung hai lý do thực tế tại sao lạm phát lại có thể có tính dính. Một lý do là kỳ vọng lạm phát chỉ điều chỉnh chậm khi lạm phát thay đổi theo thời gian. Do đó, kỳ vọng lạm phát là cứng nhắc, dẫn đến độ cứng nhắc nhất định của lạm phát. Một lý do khác là sự hiện diện của lạm phát trong quá khứ trong công thức đường Phillips có thể phản ánh thực tế là một số hợp đồng tiền lương và giá cả có thể lạc hậu, nghĩa là gắn với lạm phát trong quá khứ, và do đó lạm phát có thể không hoàn toàn điều chỉnh theo những thay đổi trong kỳ vọng lạm phát trong ngắn hạn.

Tuy nhiên, có một điểm yếu quan trọng của dạng kỳ vọng thích ứng của đường Phillips được mô tả trong Phương trình 3: Nó có một cái nhìn rất máy móc về cách kỳ vọng lạm phát được hình thành. Phân tích phức tạp hơn về sự hình thành kỳ vọng có ý nghĩa quan trọng đối với việc thực hiện chính sách kinh tế vĩ mô và được thảo luận trong Chương 24. Hiện tại, chúng ta sẽ sử dụng dạng đơn giản của đường Phillips với các kỳ vọng thích ứng, lưu ý rằng π_{-1} kỳ hạn đại diện cho lạm phát kỳ vọng.

[4]Một hình thức kỳ vọng thay thế, hiện đại sử dụng khái niệm kỳ vọng hợp lý, theo đó kỳ vọng được hình thành bằng cách sử dụng tất cả thông tin sẵn có và do đó có thể phản ứng nhanh hơn với thông tin mới. Chúng ta thảo luận về các kỳ vọng hợp lý và vai trò của chúng trong phân tích kinh tế vĩ mô trong Chương 24.

Có một cách thuận tiện khác để xem xét dạng kỳ vọng thích ứng của đường Phillips. Bằng cách trừ π_1 cho cả hai vế của phương trình 3, chúng ta có thể viết lại nó như sau:

$$\Delta\pi = \pi - \pi_{-1} = -\omega(U - U_n) + \rho \tag{4}$$

Được viết dưới dạng này, đường Phillips chỉ ra rằng khoảng cách thất nghiệp âm (thị trường lao động thắt chặt) làm cho tỷ lệ lạm phát tăng lên hoặc *gia tốc*. Do đó, phiên bản Phương trình 4 của đường Phillips thường được gọi là đường Phillips gia tốc. Trong công thức này, thuật ngữ U_n có cách hiểu khác. Vì lạm phát ngừng tăng tốc (thay đổi) khi tỷ lệ thất nghiệp ở mức U_n, chúng ta có thể gọi thuật ngữ này là *tỷ lệ lạm phát không tăng tốc của tỷ lệ thất nghiệp* hoặc phổ biến hơn là *NAIRU*.

ĐƯỜNG TỔNG CUNG NGẮN HẠN

Để hoàn thành mô hình tổng cầu và tổng cung, chúng ta cần sử dụng phân tích đường Phillips để tìm ra *đường tổng cung ngắn hạn*, biểu thị mối quan hệ giữa tổng sản lượng mà các công ty sẵn sàng sản xuất và tỷ lệ lạm phát.

Chúng ta có thể biến đường Phillips hiện đại thành đường tổng cung trong ngắn hạn bằng cách thay thế khoảng cách thất nghiệp $(U - U_n)$ bằng *chênh lệch sản lượng*, sự khác biệt giữa sản lượng và sản lượng tiềm năng $(Y - Y^P)$. Để làm được điều này, chúng ta cần tận dụng mối quan hệ giữa thất nghiệp và tổng sản lượng đã được nhà kinh tế học Arthur Okun, từng là chủ tịch Hội đồng Cố vấn Kinh tế và sau này là nhà kinh tế học của Viện Brookings phát hiện ra.[5] ***Định luật Okun*** mô tả quan hệ ngược chiều giữa chênh lệch thất nghiệp và chênh lệch sản lượng.

Định luật Okun Chúng ta trình bày định luật Okun trong Hình 3, mô tả chênh lệch thất nghiệp so với chênh lệch sản lượng. Giữa hai biến số tồn tại một mối quan hệ ngược chiều mạnh. Khi sản lượng cao hơn mức tiềm năng, sao cho chênh lệch sản lượng dương thì tỷ lệ thất nghiệp thấp hơn tỷ lệ thất nghiệp tự nhiên; nghĩa là, khoảng cách thất nghiệp là âm. Đường thẳng qua các điểm dữ liệu trong Hình 3 mô tả mối quan hệ phủ định này, được cho về mặt đại số như sau:[6]

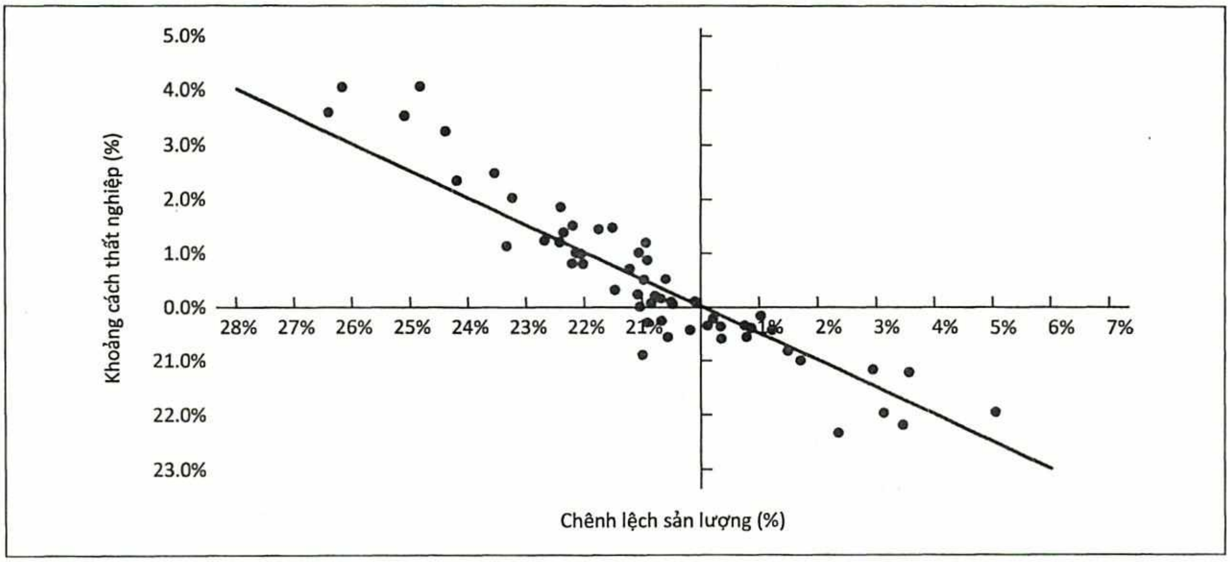
$$U - U_n = -0{,}5 \times (Y - Y^P) \tag{5}$$

Do đó, định luật Okun nói rằng đối với mỗi điểm phần trăm mà sản lượng cao hơn mức tiềm năng, tỷ lệ thất nghiệp thấp hơn một nửa điểm phần trăm so với tỷ lệ thất nghiệp tự nhiên. Ngoài ra, cứ mỗi điểm phần trăm tỷ lệ thất nghiệp cao hơn tỷ lệ tự nhiên, thì sản lượng thấp hơn sản lượng tiềm năng hai điểm phần trăm.

[5] Arthur M. Okun, "Potential GNP: Its Measurement and Significance," trong Proceeding of the Business and Economics Section: American Statistical Association (Washington, D.C.: American Statistical Association, 1962), pp. 98–103; in lại trong Arthur M. Okun, The Political Economy of Prosperity (Washington, D.C.: Brookings Institution, 1970), pp. 132–145.

[6] Chênh lệch sản lượng, $Y - Y^P$, trong định luật Okun được biểu thị chính xác nhất bằng số phần trăm, vì vậy đơn vị của Y và Y^P sẽ ở dạng logarit. Tuy nhiên, để giữ cho đại số đơn giản trong chương này và các chương sau, chúng ta sẽ coi Y và Y^P là các con số chứ không phải logarit trong cả phương trình luật Okun và đường tổng cung ngắn hạn được phát triển ở đây.

MyLab Economics Bài giảng Mini MyLab Economics Dữ liệu thời gian thực



HÌNH 3 **Định luật Okun, 1960–2016**

Đồ thị của chênh lệch thất nghiệp và chênh lệch sản lượng cho thấy mối quan hệ tuyến tính, được biểu thị bằng đường liền nét với hệ số góc - 1 .

Nguồn: Cơ sở dữ liệu của Ngân hàng Dự trữ Liên bang St. Louis, FRED: https://fred.stlouisfed.org/series/UNRATE; https://fred.stlouisfed.org/series/GDPC1; https://fred.stlouisfed.org/series/GDPPOT.

Một cách khác để nhìn nhận định luật Okun là thấy rằng sản lượng tăng một điểm phần trăm dẫn đến tỷ lệ thất nghiệp giảm đi một phần trăm.[7] Tại sao tỷ lệ thất nghiệp giảm chỉ bằng một nửa tỷ lệ tăng sản lượng? Khi sản lượng tăng, các công ty không tăng số việc làm tương ứng với sự gia tăng sản lượng, một hiện tượng được gọi là *tích trữ lao động*. Thay vào đó, các công ty cho nhân viên làm việc chăm chỉ hơn, tăng số giờ làm việc của họ. Hơn nữa, khi nền kinh tế đang mở rộng, nhiều người tham gia lực lượng lao động hơn vì triển vọng việc làm tốt hơn, và do đó tỷ lệ thất nghiệp không giảm nhiều khi việc làm tăng lên.

[7]Để thấy điều này bằng toán, hãy lấy sự khác biệt của Công thức 5 và giả định rằng Un không đổi (một giả định hợp lý vì tỷ lệ thất nghiệp tự nhiên chỉ thay đổi rất chậm theo thời gian). Sau đó,

$$\%\Delta U = -0{,}5 \times (\%\Delta Y - \%\Delta Y^P)$$

trong đó %Δ biểu thị sự thay đổi điểm phần trăm. Vì sản lượng tiềm năng tăng trưởng với tốc độ khá ổn định khoảng 3% mỗi năm, $\%\Delta Y^P = 3\%$, chúng ta cũng có thể viết định luật Okun như sau:

$$\%\Delta U = -0{,}5 \times (\%\Delta Y - 3)$$

hoặc

$$\%\Delta Y = 3 - 2 \times \%\Delta U$$

Do đó, chúng ta có thể phát biểu định luật Okun theo cách sau: Cứ mỗi điểm phần trăm tăng lên của sản lượng (GDP thực), tỷ lệ thất nghiệp giảm đi một nửa điểm phần trăm. Ngoài ra, với mỗi tỷ lệ thất nghiệp tăng lên, GDP thực tế sẽ giảm hai điểm phần trăm.

Xây dựng đường tổng cung ngắn hạn Chúng ta có thể sử dụng định luật Okun như đã cho trong Công thức 5 để thay thế cho $U - U_n$ trong đường Phillips ngắn hạn (Phương trình 2 của phụ lục này) để thu được kết quả sau:

$$\pi = \pi^e + 0{,}5\omega(Y - Y^P) + \rho$$

Thay 0,5ω bằng γ, mô tả độ nhạy của lạm phát đối với chênh lệch sản lượng, chúng ta nhận được đường tổng cung ngắn hạn được đưa ra dưới dạng Công thức 2 trong chương:

$$\underset{\text{lạm phát}}{\pi} = \underset{\substack{\text{lạm phát}\\\text{kỳ vọng}}}{\pi^e} + \gamma \underset{\times\ \substack{\text{chênh lệch}\\\text{sản lượng}}}{(Y - Y^P)} + \underset{\substack{\text{cú sốc}\\\text{lạm phát}}}{\rho}$$

23 Lý thuyết Chính sách Tiền tệ

Mục tiêu học tập

- Minh họa và giải thích các lựa chọn chính sách mà các nhà hoạch định chính sách tiền tệ phải đối mặt trong các điều kiện của cú sốc tổng cầu, cú sốc cung tạm thời và cú sốc cung vĩnh viễn.
- Xác định độ trễ trong quy trình chính sách và tóm tắt lý do tại sao chúng làm suy yếu sự ủng hộ đối với tiếp cận chính sách của người theo phái chủ động.
- Giải thích tại sao các nhà hoạch định chính sách tiền tệ có thể định vị vào bất kỳ tỷ lệ lạm phát nào trong dài hạn nhưng không thể định vị vào mức tổng sản lượng mục tiêu trong dài hạn.
- Xác định các nguồn của lạm phát và vai trò của chính sách tiền tệ trong việc lan truyền lạm phát.
- Giải thích những thách thức đặc hữu mà các nhà hoạch định chính sách tiền tệ phải đối mặt ở giới hạn dưới bằng 0 và minh họa cách chính sách tiền tệ phi truyền thống phát huy hiệu quả trong những điều kiện như vậy.

Giới thiệu

Từ tháng 9 năm 2007 đến tháng 12 năm 2008, Cục Dự trữ Liên bang đã hạ mục tiêu lãi suất chính sách, lãi suất quỹ liên bang, một mạch từ 5¼% xuống 0 và tiếp tục giữ ở mức này trong hơn bảy năm sau đó. Tại sao Fed lại hạ lãi suất mạnh mẽ như vậy và tiếp tục giữ ở mức thấp đó?

Việc nới lỏng chính sách tiền tệ này có thể châm ngòi cho lạm phát không mong muốn? Nhiều nhà bình luận trên các phương tiện truyền thông cũng nghĩ như vậy. Vào đầu những năm 1960, khi tỷ lệ lạm phát dao động trong khoảng 1% đến 2%, nền kinh tế bắt đầu chịu mức độ lạm phát cao hơn và thay đổi mạnh hơn. Vào cuối những năm 1960, tỷ lệ lạm phát đã tăng lên hơn 5%, và năm 1974, nó đạt mức hai con số. Sau khi điều chỉnh phần nào trong những năm 1975 – 1978, lạm phát tăng trên 10% vào năm 1979 và 1980, giảm xuống còn khoảng 5% từ năm 1982 đến năm 1990, tiếp tục giảm xuống còn khoảng 2% vào cuối những năm 1990, và sau đó tăng lên trên mức 5% vào năm 2008. Sau đó, tỷ lệ lạm phát giảm xuống dưới mức 2%. Lạm phát đã trở thành mối quan tâm lớn của các chính trị gia và công chúng, và làm thế nào để kiểm soát nó tốt nhất là một vấn đề thường xuyên chiếm ưu thế trong các cuộc thảo luận về chính sách kinh tế.

Trong chương này, chúng ta sẽ sử dụng khung lý thuyết tổng cầu/tổng cung (*AD*/*AS*) được hình thành trong Chương 22 để phát triển lý thuyết về chính sách tiền tệ. Cụ thể, chúng ta sẽ xem xét vai trò của chính sách tiền tệ trong việc ổn định nền kinh tế và tạo ra lạm phát. Chúng ta áp dụng lý thuyết này để trả lời bốn câu hỏi lớn: Liệu ổn định lạm phát có giúp ổn định sản lượng? Chính sách nên mang tính *chủ động*, phản ứng tích cực trước những biến động của hoạt động kinh tế, hay *phi chủ động* và không làm gì? Gốc rễ của lạm phát là gì? Chính sách tiền tệ hoạt động như thế nào khi lãi suất chạm sàn 0?

PHẢN ỨNG CỦA CHÍNH SÁCH TIỀN TỆ TRƯỚC CÁC CÚ SỐC

Như chúng ta đã thấy trong Chương 16, mục tiêu chính của các ngân hàng trung ương là ổn định giá cả: Nghĩa là, họ cố gắng duy trì lạm phát, π, gần với mức mục tiêu (π^T), được gọi là **mục tiêu lạm phát**, cao hơn 0 một chút. Hầu hết các ngân hàng trung ương đặt π^T từ 1% đến 3%. Nói cách khác, các ngân hàng trung ương theo đuổi sự ổn định giá cả thông qua chính sách tiền tệ nhằm giảm thiểu sự khác biệt giữa lạm phát và mục tiêu lạm phát ($\pi - \pi^T$), một sự khác biệt mà các nhà kinh tế gọi là **chênh lệch lạm phát**.

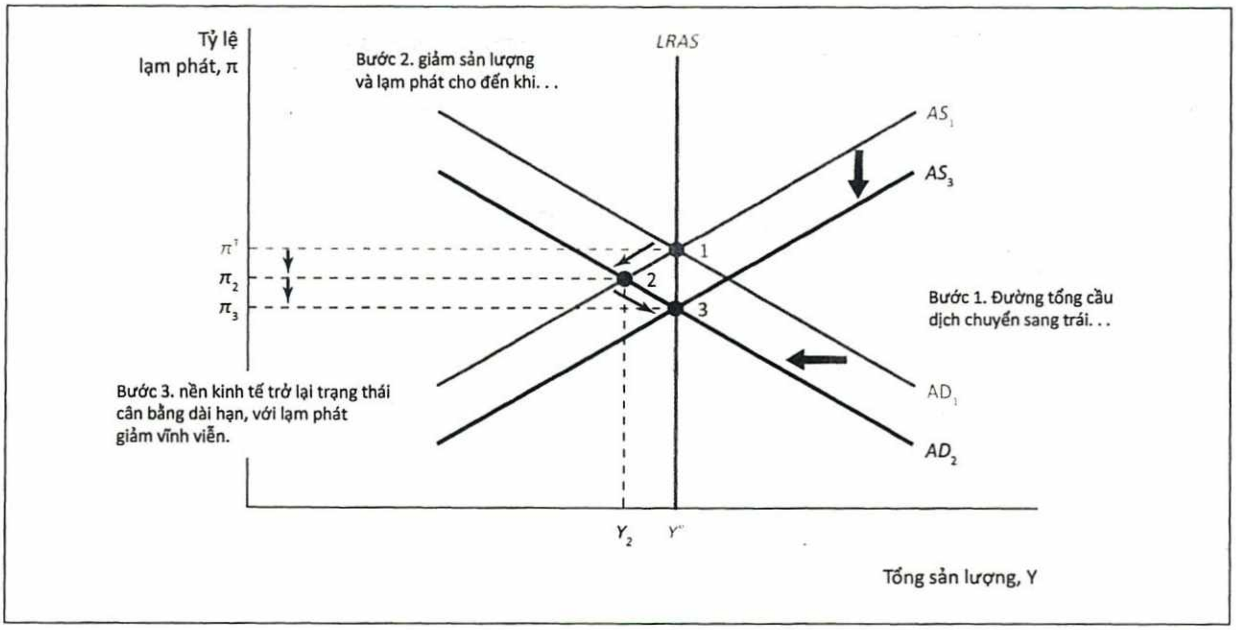
Trong Chương 16, chúng ta đã biết rằng các ngân hàng trung ương cũng quan tâm đến việc ổn định hoạt động kinh tế. Bởi vì hoạt động kinh tế chỉ có thể ổn định khi ở mức

sản lượng tiềm năng, chúng ta có thể mô tả mục tiêu này của chính sách tiền tệ bằng cách nói rằng các nhà hoạch định chính sách tiền tệ muốn tổng sản lượng gần với mức tiềm năng, Y^P. Các ngân hàng trung ương muốn giảm thiểu sự khác biệt giữa tổng sản lượng và sản lượng tiềm năng $(Y - Y^P)$, tức là chênh lệch sản lượng. Trong phân tích tổng cầu và tổng cung ở Chương 22, chúng ta đã xem xét ba loại cú sốc kinh tế — cú sốc cầu, cú sốc cung tạm thời và cú sốc cung vĩnh viễn — và tác động của từng loại lên lạm phát và sản lượng. Trong phần này, chúng ta mô tả các phản ứng chính sách của ngân hàng trung ương, với các mục tiêu cho trước, trước từng cú sốc này. Trong trường hợp cả cú sốc cầu và cú sốc cung vĩnh viễn, các nhà hoạch định chính sách có thể đồng thời theo đuổi ổn định giá cả và ổn định hoạt động kinh tế. Tuy nhiên, sau cú sốc cung tạm thời, các nhà hoạch định chính sách chỉ có thể đạt được một trong hai: sự ổn định giá cả hoặc ổn định hoạt động kinh tế. Sự đánh đổi này đặt ra một thế lưỡng nan gai góc với các ngân hàng trung ương khi phải hoàn thành nhiệm vụ kép.

Phản ứng với một cú sốc tổng cầu

Chúng ta bắt đầu bằng việc tìm hiểu các tác động của cú sốc tổng cầu, được minh họa trong Hình 1. Sự gián đoạn thị trường tài chính bắt đầu vào tháng 8 năm 2007 đã làm gia tăng các ma sát tài chính và khiến cả chi tiêu của người tiêu dùng và doanh nghiệp đều giảm. Trong hình, nền kinh tế ban đầu ở điểm 1, với sản lượng ở mức Y^P và lạm phát ở mức π^T. Cú sốc cầu âm làm giảm tổng cầu, dịch chuyển AD_1 sang trái thành AD_2. Các nhà hoạch định chính sách có thể phản ứng với cú sốc này theo hai cách.

MyLab Economics Bài giảng Mini



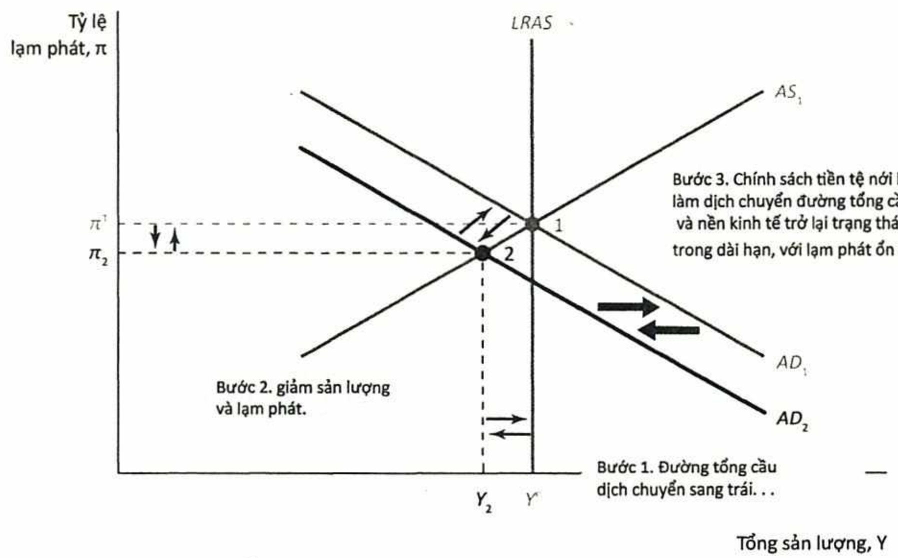
HÌNH 1 Cú sốc tổng cầu: Không có phản hồi chính sách

Một cú sốc tổng cầu làm dịch chuyển đường tổng cầu sang trái từ AD_1 sang AD_2 và di chuyển nền kinh tế từ điểm 1 sang điểm 2, với tổng sản lượng giảm xuống Y_2 và lạm phát giảm xuống π_2. Khi sản lượng dưới mức tiềm năng, đường tổng cung ngắn hạn dịch chuyển xuống AS_3 và nền kinh tế chuyển sang điểm 3, với sản lượng quay trở lại Y^P nhưng lạm phát đã giảm xuống π_3.

Không có phản ứng chính sách Nếu ngân hàng trung ương không phản ứng bằng cách thay đổi thành phần tự định của chính sách tiền tệ, đường tổng cầu vẫn ở AD_2 và do đó nền kinh tế di chuyển đến giao điểm của AS_1 và AD_2. Tại đây, tổng sản lượng giảm xuống Y_2, thấp hơn sản lượng tiềm năng Y^P và lạm phát giảm xuống π_2, thấp hơn mục tiêu lạm phát π^T. Với lạm phát giảm và sản lượng dưới mức tiềm năng, lạm phát kỳ vọng sẽ giảm và đường tổng cung ngắn hạn sẽ dịch chuyển xuống và sang phải cho đến khi nó đạt AS_3, và nền kinh tế sẽ chuyển sang điểm 3. Sản lượng sẽ trở lại mức tiềm năng và lạm phát sẽ giảm xuống mức thấp hơn π_3. Thoạt nhìn, kết quả này có vẻ thuận lợi - lạm phát thấp hơn và sản lượng trở lại mức tiềm năng. Nhưng tổng sản lượng sẽ vẫn ở dưới mức tiềm năng trong một thời gian và nếu lạm phát ban đầu ở mức mục tiêu của nó, thì lạm phát giảm là điều không tốt vì những lý do nêu trong Chương 12 và 16.

Chính sách Ổn định Hoạt động Kinh tế và Lạm phát trong Ngắn hạn Các nhà hoạch định chính sách có thể xóa bỏ cả chênh lệch sản lượng và chênh lệch lạm phát trong ngắn hạn bằng các chính sách nhằm tăng tổng cầu về mức ban đầu và đưa nền kinh tế trở lại trạng thái trước khi gặp cú sốc. Ngân hàng trung ương thực hiện điều này bằng cách nới lỏng tự định chính sách tiền tệ thông qua cắt giảm lãi suất thực ở mọi tỷ lệ lạm phát cho trước. Hành động này kích thích chi tiêu đầu tư và làm tăng tổng sản lượng cầu ở mọi tỷ lệ lạm phát cho trước, do đó dịch chuyển đường *AD* sang phải. Kết quả là, đường tổng cầu dịch chuyển từ AD_2 trở lại AD_1 trong Hình 2 và nền kinh tế quay trở lại điểm 1. (Cục Dự trữ Liên bang đã thực hiện các bước này bằng cách hạ lãi suất quỹ liên bang từ 5% xuống 1% xuống 0 trong 15 tháng bắt đầu từ tháng 9 năm 2007.)

MyLab Economics Bài giảng Mini



HÌNH 2 **Cú sốc tổng cầu: Chính sách Ổn định sản lượng và lạm phát trong ngắn hạn**

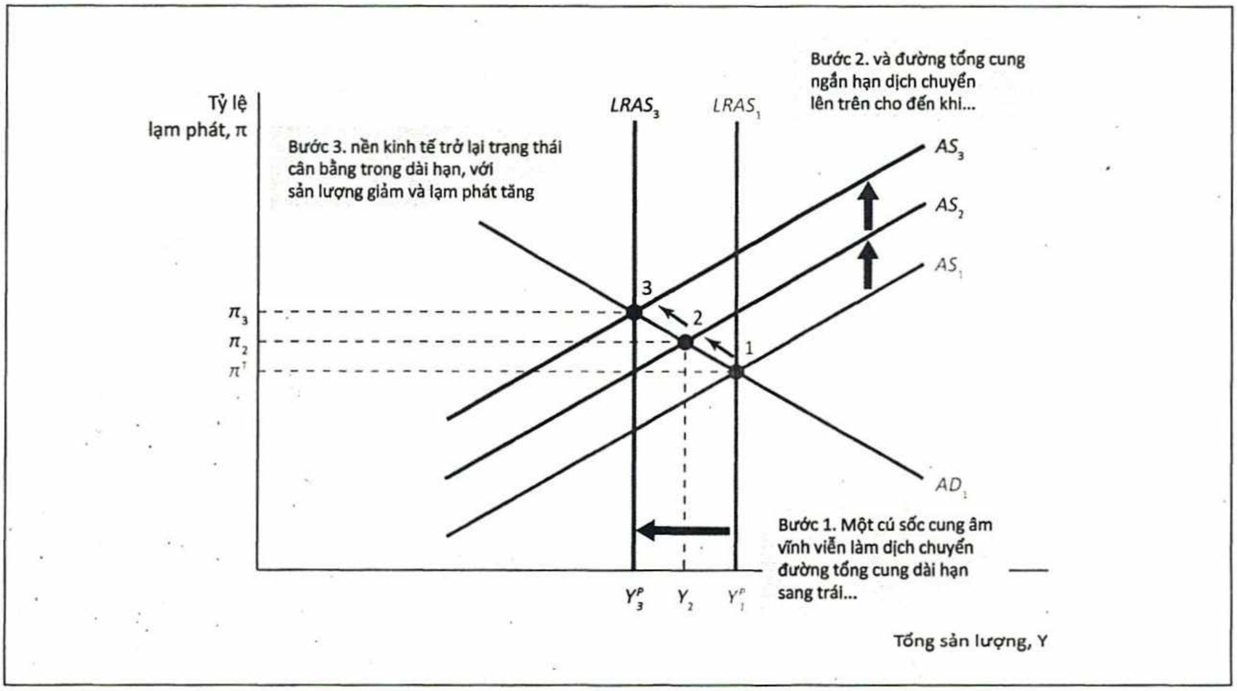
Một cú sốc tổng cầu làm dịch chuyển đường tổng cầu sang trái từ AD_1 sang AD_2 và di chuyển nền kinh tế từ điểm 1 sang điểm 2, nơi tổng sản lượng giảm xuống Y_2 và lạm phát giảm xuống π_2. Nới lỏng tự định chính sách tiền tệ làm giảm lãi suất thực tại mọi tỷ lệ lạm phát cho trước và dịch chuyển đường *AD* trở lại AD_1. Tổng sản lượng trở lại mức tiềm năng tại điểm 1 và lạm phát trở lại mức mục tiêu.

Phân tích về phản ứng của chính sách tiền tệ này cho thấy rằng ***trong trường hợp xảy ra các cú sốc tổng cầu, không có sự đánh đổi giữa việc theo đuổi ổn định giá cả và ổn định hoạt động kinh tế.*** Một phản ứng chính sách tiền tệ tập trung vào ổn định lạm phát chính là phản ứng chính sách tiền tệ sẽ ổn định hoạt động kinh tế. Không có mâu thuẫn nào tồn tại giữa mục tiêu kép là ổn định lạm phát và ổn định hoạt động kinh tế, kết quả mà Olivier Blanchard (kinh tế trưởng tại Quỹ Tiền tệ Quốc tế, trước đây là giáo sư tại MIT) gọi là ***sự trùng hợp thần thánh***.

Phản ứng với cú sốc cung vĩnh viễn

Chúng ta minh họa một cú sốc cung vĩnh viễn trong Hình 3. Một lần nữa, nền kinh tế bắt đầu từ điểm 1, nơi tổng sản lượng ở mức tự nhiên Y^P và lạm phát ở mức π^T. Giả sử nền kinh tế chịu một cú sốc cung âm vĩnh viễn khi sự tăng cường điều tiết làm giảm vĩnh viễn mức sản lượng tiềm năng. Sản lượng tiềm năng giảm từ Y_1^P xuống Y_3^P và đường tổng cung dài hạn dịch chuyển sang trái từ $LRAS_1$ sang $LRAS_3$. Cú sốc cung vĩnh viễn gây ra cú sốc lạm phát làm dịch chuyển đường tổng cung ngắn hạn lên trên, từ AS_1 sang AS_2. Có thể có hai phản ứng chính sách đối với cú sốc cung vĩnh viễn này.

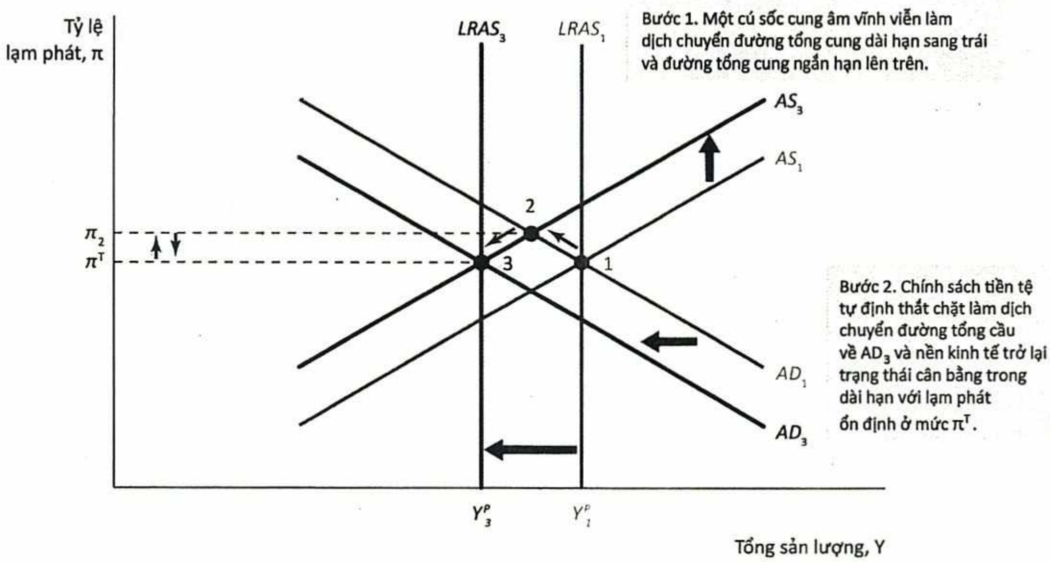
MyLab Economics Bài giảng Mini



HÌNH 3 Cú sốc cung vĩnh viễn: Không có phản ứng chính sách

Một cú sốc cung âm vĩnh viễn làm giảm sản lượng tiềm năng từ Y_1^P xuống Y_3^P và đường tổng cung dài hạn dịch sang trái từ $LRAS_1$ sang $LRAS_3$, trong khi đường tổng cung ngắn hạn dịch chuyển lên từ AS_1 đến AS_2. Nền kinh tế chuyển sang điểm 2, với lạm phát tăng lên π_2 và sản lượng giảm xuống Y_2. Vì tổng sản lượng vẫn ở trên mức tiềm năng, nên đường tổng cung ngắn hạn sẽ tiếp tục dịch chuyển cho đến khi chênh lệch sản lượng bằng 0 khi nó đạt đến AS_3. Nền kinh tế chuyển sang điểm 3, với lạm phát tăng lên π_3 và sản lượng giảm xuống Y^P.

MyLab Economics Bài giảng Mini



HÌNH 4 Cú sốc cung vĩnh viễn: Chính sách Ổn định lạm phát

Một cú sốc cung âm vĩnh viễn làm giảm sản lượng tiềm năng từ Y_1^P xuống Y_3^P và đường tổng cung dài hạn dịch chuyển sang trái từ $LRAS_1$ sang $LRAS_3$, trong khi đường tổng cung ngắn hạn dịch chuyển lên từ AS_1 đến AS_3. Việc thắt chặt chính sách tiền tệ một cách tự định làm dịch chuyển đường tổng cầu sang trái sang AD_3, do đó giữ tỷ lệ lạm phát ở mức π^T tại điểm 3.

Không có phản ứng chính sách Nếu các nhà hoạch định chính sách không thay đổi chính sách tiền tệ tự định, nền kinh tế sẽ chuyển sang điểm 2, với lạm phát tăng lên π_2 và sản lượng giảm xuống Y_2. Vì mức sản lượng này vẫn cao hơn mức sản lượng tiềm năng, Y^P, đường tổng cung ngắn hạn sẽ tiếp tục dịch chuyển lên trên và sang trái cho đến khi đạt đến AS_3, nơi giao với AD_1 trên $LRAS_3$. Nền kinh tế chuyển sang điểm 3, xóa bỏ chênh lệch sản lượng nhưng có lạm phát cao hơn ở mức π_3 và sản lượng thấp hơn ở mức Y^P.

Chính sách Ổn định lạm phát Theo Hình 4, các cơ quan quản lý tiền tệ có thể giữ lạm phát ở mức lạm phát mục tiêu và do đó ổn định lạm phát bằng cách giảm tổng cầu. Mục tiêu là dịch chuyển đường tổng cầu sang trái sang AD_3, nơi sẽ cắt đường tổng cung dài hạn $LRAS_3$ với tỷ lệ lạm phát mục tiêu là π^T. Để chuyển tổng cầu sang AD_3, các cơ quan quản lý tiền tệ sẽ thắt chặt tự định tiền tệ bằng cách tăng lãi suất thực tế ở mọi tỷ lệ lạm phát cho trước, do đó làm cho chi tiêu đầu tư giảm, dẫn đến tổng cầu thấp hơn ở mọi tỷ lệ lạm phát cho trước. Do đó, nền kinh tế sẽ đi đến điểm 3, với chênh lệch sản lượng bằng 0 và lạm phát ở mức mục tiêu π^T.

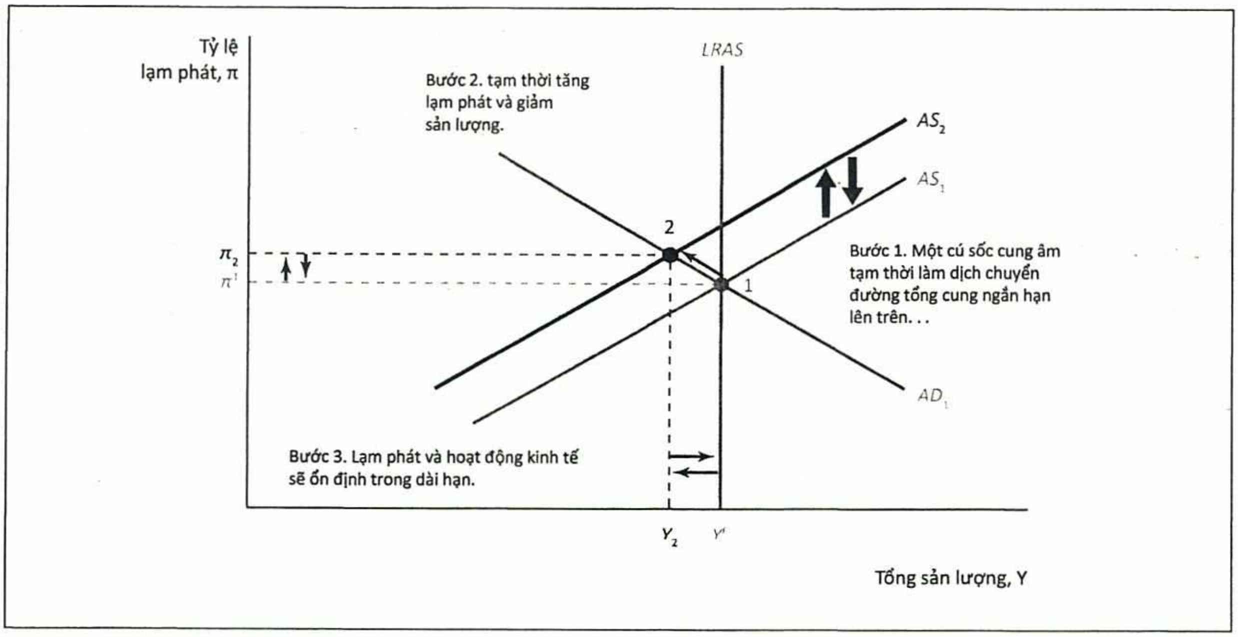
Một lần nữa, việc giữ chênh lệch lạm phát bằng 0 dẫn đến chênh lệch sản lượng bằng 0, do đó, bằng cách ổn định lạm phát, phản ứng chính sách cũng đã ổn định hoạt động kinh tế. ***Sự trùng hợp thần thánh vẫn đúng khi một cú sốc cung vĩnh viễn xảy ra: Không có sự đánh đổi giữa mục tiêu kép là ổn định lạm phát và ổn định hoạt động kinh tế.***

Phản ứng với cú sốc cung tạm thời

Khi một cú sốc cung chỉ là tạm thời — ví dụ, khi giá dầu tăng vì bất ổn chính trị ở Trung Đông hoặc vì một hành động của Chúa chẳng hạn như một cơn bão kinh hoàng ở Florida — thì sự trùng hợp thần thánh không thể đạt được. Các nhà hoạch định chính sách phải đối mặt với sự đánh đổi ngắn hạn giữa ổn định lạm phát và ổn định hoạt động kinh tế. Để minh họa, chúng ta bắt đầu với nền kinh tế tại điểm 1 trong Hình 5, nơi tổng sản lượng ở mức tự nhiên Y^P và lạm phát ở mức π^T. Cú sốc cung âm — chẳng hạn như giá dầu tăng — làm dịch chuyển đường tổng cung ngắn hạn lên và sang trái, từ AS_1 sang AS_2, nhưng khiến đường tổng cung dài hạn không đổi vì cú sốc là tạm thời. Nền kinh tế chuyển sang điểm 2, với lạm phát tăng lên π_2 và sản lượng giảm xuống Y_2. Các nhà hoạch định chính sách có thể ứng phó với cú sốc cung tạm thời theo ba cách.

Không có phản ứng Chính sách Một lựa chọn chính sách tiềm năng là không thực hiện thay đổi tự định trong chính sách tiền tệ để đường tổng cầu không dịch chuyển. Do tổng sản lượng nhỏ hơn sản lượng tiềm năng Y^P, cuối cùng đường tổng cung ngắn hạn sẽ dịch chuyển ngược xuống bên phải, quay trở lại AS_1. Nền kinh tế sẽ quay trở lại điểm 1 trong Hình 5, và cả chênh lệch sản lượng và lạm phát sẽ ngừng lại khi sản lượng và lạm phát trở lại mức ban đầu của chúng là Y^P và π^T, tương ứng. Cả lạm phát và hoạt động kinh

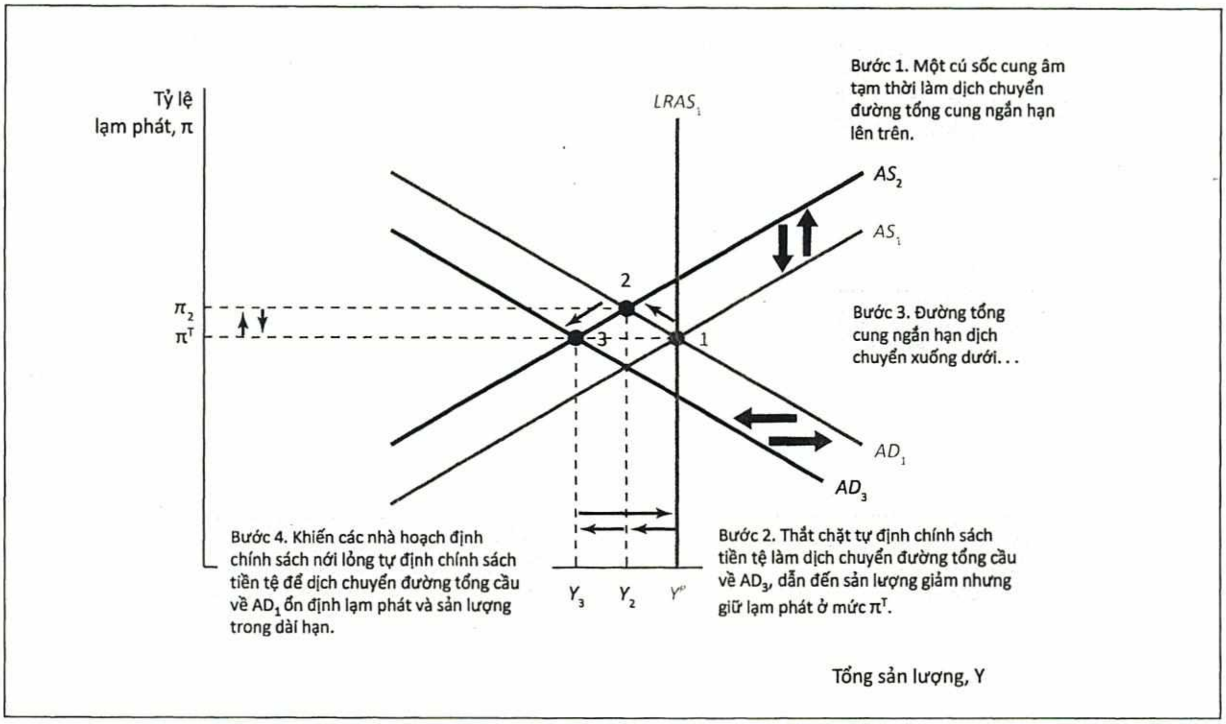
MyLab Economics Bài giảng Mini



HÌNH 5 Ứng phó với cú sốc cung tạm thời: Không có phản ứng chính sách

Cú sốc cung âm tạm thời làm dịch chuyển đường tổng cung ngắn hạn đi lên từ AS_1 sang AS_2, chuyển nền kinh tế sang điểm 2, với lạm phát tăng lên π_2 và sản lượng giảm xuống Y_2. Nếu chính sách tiền tệ tự định không thay đổi, đường tổng cung trong ngắn hạn sẽ dịch chuyển ngược xuống và sang phải trong thời gian dài, cuối cùng quay trở lại AS_1 và nền kinh tế sẽ quay trở lại điểm 1.

MyLab Economics Bài giảng Mini



HÌNH 6 Ứng phó với cú sốc cung tạm thời: Ổn định lạm phát trong ngắn hạn

Cú sốc cung âm tạm thời làm dịch chuyển đường tổng cung ngắn hạn từ AS_1 sang AS_2, chuyển nền kinh tế sang điểm 2, với lạm phát tăng lên π_2 và sản lượng giảm xuống Y_2. Việc thắt chặt tự định chính sách tiền tệ sẽ làm dịch chuyển đường tổng cầu sang trái sang AD_3 và nền kinh tế chuyển sang điểm 3, nơi lạm phát ở mức π^T. Với sản lượng dưới mức tiềm năng tại điểm 3, đường tổng cung ngắn hạn dịch chuyển trở lại AS_1. Để giữ tỷ lệ lạm phát ở mức π^T, thắt chặt tự định chính sách tiền tệ sẽ được đảo ngược, làm dịch chuyển đường tổng cầu trở lại AD_1 và nền kinh tế quay trở lại điểm 1.

tế sẽ ổn định theo thời gian. Tuy nhiên, trong khi chúng ta chờ đợi về lâu dài, nền kinh tế sẽ trải qua một thời kỳ đau đớn do sản lượng giảm và tỷ lệ lạm phát cao hơn. Để tránh thời kỳ sản lượng giảm và lạm phát cao này, các nhà hoạch định chính sách tiền tệ có thể quyết định cố gắng ổn định hoạt động kinh tế hoặc lạm phát trong ngắn hạn.

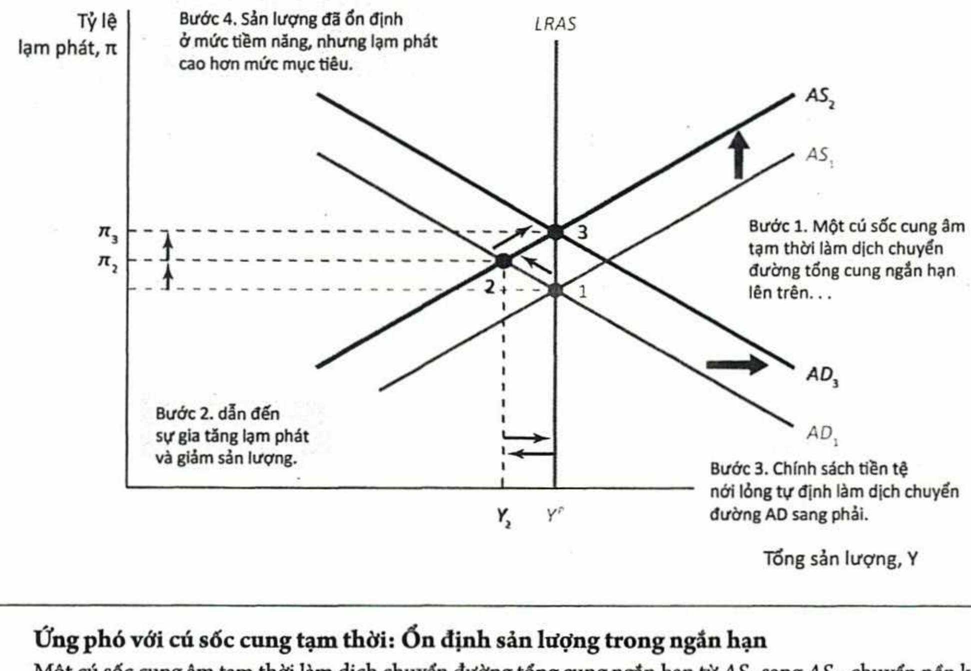
Chính sách Ổn định lạm phát trong ngắn hạn Một lựa chọn chính sách thứ hai cho các cơ quan quản lý tiền tệ là giữ lạm phát ở mức mục tiêu π^T trong ngắn hạn bằng cách thắt chặt tự định chính sách tiền tệ và tăng lãi suất thực tế ở mọi tỷ lệ lạm phát cho trước. Làm như vậy sẽ khiến chi tiêu đầu tư và tổng cầu giảm ở mỗi tỷ lệ lạm phát, làm dịch chuyển đường tổng cầu sang trái thành AD_3 trong Hình 6. Nền kinh tế bây giờ sẽ chuyển sang điểm 3, nơi đường tổng cầu AD_3 cắt đường tổng cung ngắn hạn AS_2 với tỷ lệ lạm phát π^T. Bởi vì sản lượng dưới mức tiềm năng tại điểm 3, đường tổng cung ngắn hạn sẽ dịch chuyển ngược xuống AS_1. Để giữ tỷ lệ lạm phát ở mức π^T, các cơ quan quản lý tiền tệ sẽ

cần phải di chuyển đường tổng cầu ngắn hạn trở lại AD_1 bằng cách đảo ngược việc thắt chặt tự định, và cuối cùng nền kinh tế sẽ quay trở lại điểm 1.

Như Hình 6 minh họa, việc ổn định lạm phát làm giảm tổng sản lượng xuống Y_3 trong thời gian ngắn, và chỉ có theo thời gian, sản lượng mới trở lại mức tiềm năng tại Y^P. ***Ổn định lạm phát để đối phó với cú sốc cung tạm thời dẫn đến sự sai lệch lớn hơn của tổng sản lượng so với tiềm năng, vì vậy hành động này không ổn định hoạt động kinh tế.***

Chính sách Ổn định hoạt động kinh tế trong ngắn hạn Lựa chọn chính sách thứ ba dành cho các nhà hoạch định chính sách tiền tệ nhằm ổn định hoạt động kinh tế thay vì lạm phát trong ngắn hạn bằng cách tăng tổng cầu. Theo Hình 7, quyết định chính sách này sẽ dịch chuyển đường tổng cầu sang phải AD_3, nơi nó cắt đường tổng cung ngắn hạn AS_2 và đường tổng cung dài hạn *LRAS* tại điểm 3. Để đạt được kết quả này, các nhà hoạch định chính sách sẽ phải nới lỏng tự định chính sách tiền tệ bằng cách hạ lãi suất thực ở mọi tỷ lệ lạm phát cho trước. Tại điểm 3, chênh lệch sản lượng trở về 0, do đó chính sách tiền tệ đã ổn định hoạt động kinh tế. Tuy nhiên, lạm phát đã tăng lên π_3, lớn hơn π^T nên lạm phát vẫn chưa được ổn định. ***Ổn định hoạt động kinh tế để đối phó với cú sốc cung tạm thời dẫn đến sự chênh lệch lạm phát lớn hơn so với mục tiêu lạm phát thay vì ổn định lạm phát.***

MyLab Economics Bài giảng Mini



HÌNH 7 Ứng phó với cú sốc cung tạm thời: Ổn định sản lượng trong ngắn hạn

Một cú sốc cung âm tạm thời làm dịch chuyển đường tổng cung ngắn hạn từ AS_1 sang AS_2, chuyển nền kinh tế sang điểm 2, với lạm phát tăng lên π_2 và sản lượng giảm xuống Y_2. Để ổn định sản lượng, việc nới lỏng tự định chính sách tiền tệ sẽ dịch chuyển đường tổng cầu sang phải AD_3. Tại điểm 3, hành động chính sách tiền tệ đã ổn định hoạt động kinh tế, nhưng lạm phát ở mức π_3 lớn hơn mức mục tiêu π^T.

Tổng kết: Mối quan hệ giữa ổn định lạm phát và ổn định hoạt động kinh tế

Chúng ta có thể rút ra các kết luận sau từ phân tích của mình:

1. ***Nếu hầu hết các cú sốc đối với nền kinh tế là cú sốc tổng cầu hoặc cú sốc tổng cung vĩnh viễn, thì chính sách ổn định lạm phát cũng sẽ ổn định hoạt động kinh tế, ngay cả trong ngắn hạn.***
2. ***Nếu cú sốc cung tạm thời là loại cú sốc phổ biến nhất, thì trong ngắn hạn ngân hàng trung ương phải lựa chọn giữa hai mục tiêu ổn định.***

CÁC NHÀ HOẠCH ĐỊNH CHÍNH SÁCH NÊN TÍCH CỰC ỔN ĐỊNH HOẠT ĐỘNG KINH TẾ TỚI ĐÂU?

Tất cả các nhà kinh tế đều có những mục tiêu chính sách giống nhau (nhằm thúc đẩy việc làm và ổn định giá cả), nhưng họ thường không thống nhất về cách tiếp cận tốt nhất để đạt được những mục tiêu này. Giả sử các nhà hoạch định chính sách đối diện với một nền kinh tế có tỷ lệ thất nghiệp cao do hoặc cú sốc cung hoặc cầu âm làm giảm tổng sản lượng. **Những người theo trường phái phi chủ động** tin rằng tiền lương và giá cả rất linh hoạt và cơ chế tự điều chỉnh hoạt động rất nhanh chóng. Họ cho rằng đường tổng cung ngắn hạn sẽ nhanh chóng dịch chuyển xuống dưới, đưa nền kinh tế trở lại trạng thái toàn dụng một cách nhanh chóng. Do đó, họ tin rằng hành động của chính phủ để loại bỏ thất nghiệp là không cần thiết. **Những người theo trường phái chủ động**, nhiều người trong số họ là những người theo trường phái Keynes, và do đó được gọi là **các nhà Keynesian,** coi cơ chế tự điều chỉnh, hoạt động thông qua việc điều chỉnh tiền lương và giá cả, là một cơ chế hoạt động rất chậm vì sự ràng buộc của tiền lương và giá cả. Vì vậy, họ tin rằng nền kinh tế sẽ mất một thời gian rất dài để đạt được mục tiêu lâu dài, đồng ý với câu nói nổi tiếng của Keynes rằng "Trong dài hạn, tất cả chúng ta đều chết". Do đó, những người theo phái chủ động tin rằng chính phủ nên theo đuổi các chính sách chủ động để tăng tổng cầu và loại bỏ tỷ lệ thất nghiệp cao khi nó bắt đầu phát sinh.

Độ trễ và thực thi chính sách

Nếu các nhà hoạch định chính sách có thể dịch chuyển đường tổng cầu ngay lập tức, thì các chính sách của phái chủ động có thể được sử dụng để chuyển nền kinh tế ngay lập tức đến mức toàn dụng, như chúng ta đã thấy trong phần trước. Tuy nhiên, có một số độ trễ ngăn cản sự thay đổi tức thời này xảy ra và có sự khác biệt về độ dài của những độ trễ này đối với chính sách tiền tệ và tài khóa.

1. **Độ trễ dữ liệu** là thời gian cần thiết để các nhà hoạch định chính sách có được dữ liệu mô tả những gì đang xảy ra trong nền kinh tế. Ví dụ: dữ liệu chính xác về GDP chỉ có vài tháng sau khi một quý nhất định kết thúc.
2. **Độ trễ nhận thức** là thời gian cần thiết để các nhà hoạch định chính sách cảm thấy tự tin về những tín hiệu dữ liệu đang đưa ra về diễn biến tương lai của nền kinh tế. Ví dụ, để giảm thiểu sai sót, Cục Nghiên cứu Kinh tế Quốc gia (tổ chức tư nhân chính thức xác định chu kỳ kinh doanh) sẽ không tuyên bố nền kinh tế đang suy thoái cho đến ít nhất sáu tháng sau khi xác định rằng suy thoái đã bắt đầu.
3. **Độ trễ lập pháp** thể hiện thời gian cần thiết để luật thực hiện một chính sách cụ thể được thông qua. Độ trễ lập pháp không xuất hiện trong hầu hết các hành động chính

sách tiền tệ, chẳng hạn như việc hạ lãi suất. Tuy nhiên, nó lại điểm mấu chốt trong việc thực thi chính sách tài khóa, vì đôi khi có thể mất từ sáu tháng đến một năm để luật thay đổi thuế hoặc mua sắm của chính phủ được thông qua.

4. **Độ trễ thực thi** là thời gian cần thiết để thay đổi các công cụ chính sách sau khi các nhà hoạch định đã quyết định một chính sách mới. Độ trễ này cũng không quá ảnh hưởng tới việc điều hành chính sách tiền tệ, bởi vì Cục Dự trữ Liên bang có thể thay đổi lãi suất chính sách ngay lập tức, và nó quan trọng hơn đối với việc thực hiện chính sách tài khóa. Việc thực thi chính sách tài khóa mới có thể mất nhiều thời gian; ví dụ, để các cơ quan chính phủ thay đổi thói quen chi tiêu cần có thời gian, cũng như việc thay đổi bảng thuế.
5. **Độ trễ hiệu quả** là thời gian cần thiết để chính sách có tác động thực sự đến nền kinh tế. Độ trễ hiệu quả vừa dài (thường kéo dài một năm hoặc lâu hơn) vừa biến động (nghĩa là độ trễ này có mức bất định đáng kể về độ dài).

Sự tồn tại của những độ trễ này làm cho công việc của các nhà hoạch định chính sách trở nên khó khăn hơn nhiều và do đó làm yếu lập luận ủng hộ phái chủ động. Khi tỷ lệ thất nghiệp cao, chính sách của phái chủ động nhằm dịch chuyển đường tổng cầu sang phải để khôi phục nền kinh tế về trạng thái toàn dụng có thể không tạo ra kết quả mong muốn. Nếu độ trễ chính sách được mô tả ở trên thực sự là rất lâu, thì vào thời điểm đường tổng cầu dịch chuyển sang phải, cơ chế tự điều chỉnh có thể đã đưa nền kinh tế trở lại trạng thái toàn dụng. Sau đó, khi chính sách của phái chủ động có hiệu lực, nó có thể khiến sản lượng tăng cao hơn mức tiềm năng, dẫn đến tăng lạm phát. Trong các tình huống mà độ trễ chính sách lâu hơn thời gian để cơ chế tự điều chỉnh hoạt động, chính sách phi chủ động có thể đem lại kết quả tốt hơn.

Cuộc tranh luận giữa phái chủ động/phi chủ động nổi lên khi chính quyền Obama chủ trương một gói kích thích tài khóa ngay từ đầu nhiệm kỳ của mình vào năm 2009 (xem hộp Đọc thêm "Cuộc tranh luận của phái chủ động/phi chủ động về gói kích thích tài khóa của Obama"). Trong Chương 24, chúng ta sẽ trở lại vấn đề chính sách nên chủ động tới đâu khi đánh giá vai trò của kỳ vọng đối với chính sách tiền tệ.

LẠM PHÁT: MỌI LÚC VÀ MỌI NƠI LÀ MỘT HIỆN TƯỢNG TIỀN TỆ

Milton Friedman nổi tiếng với câu nói trong dài hạn, "Lạm phát mọi lúc và mọi nơi luôn là một hiện tượng tiền tệ". Phân tích tổng cầu và tổng cung ở phần trên bổ trợ cho câu nói này, khẳng định rằng các nhà hoạch định chính sách tiền tệ có thể nhắm tới bất kỳ mục tiêu tỷ lệ lạm phát nào cho trước trong thời gian dài bằng cách dịch chuyển đường tổng cầu thông qua chính sách tiền tệ tự định. Để minh họa, hãy xem Hình 8, nơi nền kinh tế ở điểm 1, với tổng sản lượng ở mức sản lượng tiềm năng Y^P và lạm phát ở mức mục tiêu ban đầu là π^T.

Giả sử ngân hàng trung ương tin rằng mục tiêu lạm phát này quá thấp và chọn nâng nó lên π^T. Ngân hàng trung ương nới lỏng tự định chính sách tiền tệ bằng cách hạ lãi suất thực ở mọi tỷ lệ lạm phát cho trước, do đó tăng chi tiêu đầu tư và tổng cầu. Trong Hình 8, đường tổng cầu dịch chuyển đến AD_3. Nền kinh tế sau đó chuyển sang điểm 2, tại giao điểm của AD_3 và AS_1, với lạm phát tăng lên π_2. Bởi vì tổng sản lượng cao hơn sản lượng tiềm năng, $Y_2 > Y^P$, đường tổng cung ngắn hạn dịch chuyển lên trên và sang trái, cuối cùng dừng lại ở AS_3. Nền kinh tế chuyển sang điểm 3, với lạm phát ở mức mục tiêu cao hơn π^T và chênh lệch sản lượng trở lại bằng không.

Đọc thêm **Tranh luận phái chủ động/phi chủ động về gói kích thích tài chính của Obama**

Khi Tổng thống Obama nhậm chức vào tháng Giêng năm 2009, ông đã phải đối mặt với một cuộc suy thoái rất nghiêm trọng, với tỷ lệ thất nghiệp trên 7% và đang tăng nhanh. Mặc dù các nhà hoạch định chính sách đã tích cực sử dụng chính sách tiền tệ để ổn định nền kinh tế (xem Chương 12 và 15), nhiều người theo phái chủ động cho rằng chính phủ cần phải làm nhiều hơn nữa bằng cách thực hiện một gói kích thích tài khóa lớn. Họ lập luận rằng nếu không có gói kích thích, chính sách tiền tệ, vốn đã hạ lãi suất quỹ liên bang xuống gần bằng 0 và do đó không thể hạ lãi suất danh nghĩa hơn nữa, sẽ không thể tăng tổng cầu lên mức toàn dụng. Ở phía khác, những người theo chủ nghĩa thụ động phản đối gói kích thích tài khóa, cho rằng kích thích tài khóa sẽ mất quá nhiều thời gian để phát huy tác dụng vì thời gian thực hiện kéo dài. Họ cảnh báo rằng nếu kích thích tài chính bắt đầu sau khi nền kinh tế đã phục hồi, kết quả là sẽ làm gia tăng sự biến động trong lạm phát và hoạt động kinh tế.

Giới chuyên gia kinh tế bị chia rẽ vì mức độ cấp thiết của kích thích tài khóa. Khoảng 200 nhà kinh tế phản đối kích thích tài khóa đã ký một bản kiến nghị được đăng trên *Wall Street Journal* và *New York Times* vào ngày 28 tháng 1 năm 2009. Một bản kiến nghị ngược lại, cũng có chữ ký của khoảng 200 nhà kinh tế, đã được gửi đến Quốc hội Hoa Kỳ vào ngày 8 tháng 2. Chính quyền Obama đã đứng về phía phái chủ động và đề xuất Đạo luật Phục hồi và Tái đầu tư của Mỹ năm 2009, một gói kích thích tài khóa trị giá 787 tỷ đô la đã được Quốc hội thông qua vào ngày 13 tháng 2 năm 2009. Tại Hạ viện, số phiếu ủng hộ gói kích thích là 244 trên 188, với 177 đảng viên Cộng hòa và 11 đảng viên Dân chủ phản đối dự luật. Tại Thượng viện, số phiếu bầu là 61 đến 37, với tất cả 58 đảng viên Dân chủ và 3 đảng viên Cộng hòa ủng hộ dự luật. Kể cả khi đã diễn ra, giá trị của gói kích cầu năm 2009 vẫn đang được tranh luận sôi nổi, với một số người tin rằng nó giúp ổn định nền kinh tế và những người khác tin rằng nó không hiệu quả.

Phân tích trong Hình 8 thể hiện những điểm chính sau:

1. ***Các cơ quan quản lý tiền tệ có thể định vị bất kỳ tỷ lệ lạm phát mục tiêu nào về lâu dài với các điều chỉnh chính sách tiền tệ tự định.***
2. ***Sản lượng tiềm năng - và tổng sản lượng được tạo ra trong dài hạn - không phụ thuộc vào chính sách tiền tệ.***

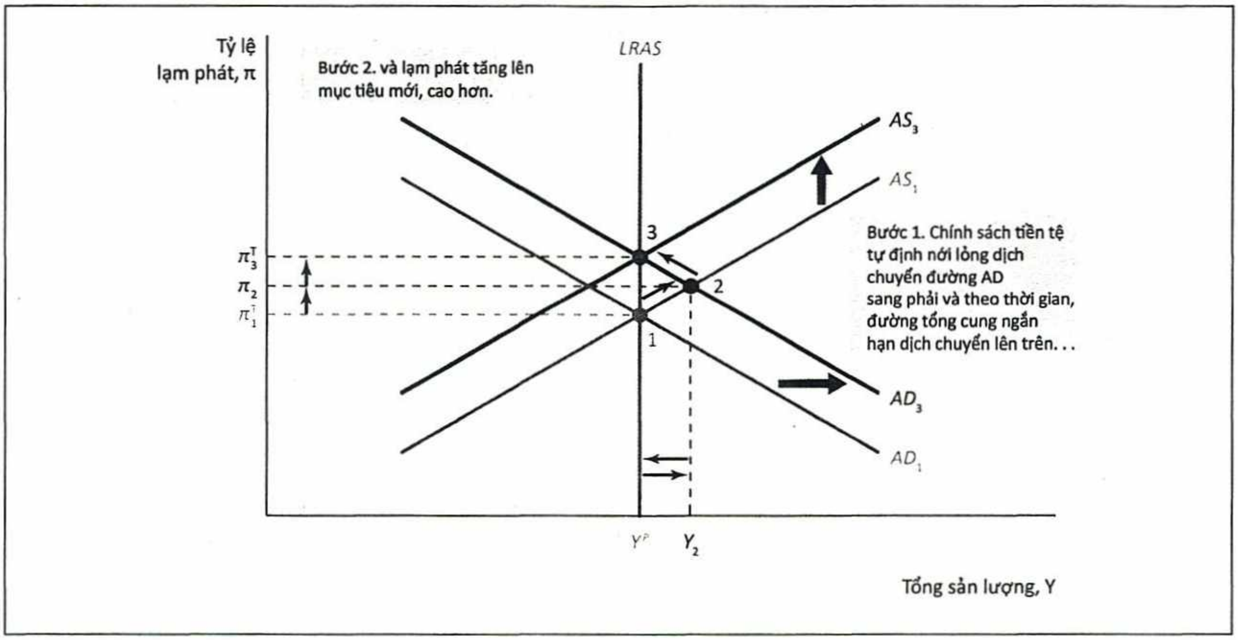
NGUYÊN NHÂN CỦA CHÍNH SÁCH TIỀN TỆ LẠM PHÁT

Nếu tất cả mọi người đều đồng ý rằng lạm phát cao có hại cho nền kinh tế, tại sao chúng ta lại luôn thấy sự hiện diện của lạm phát? Các chính phủ có chủ ý theo đuổi các chính sách tiền tệ lạm phát không? Chúng ta biết rằng các cơ quan quản lý tiền tệ có thể ấn định tỷ lệ lạm phát trong dài hạn, vì vậy chắc chắn rằng khi cố gắng đạt được các mục tiêu khác, các chính phủ phải đưa ra các chính sách tiền tệ mở rộng mạnh và lạm phát cao. Phần này sẽ tìm hiểu các chính sách của chính phủ là nguyên nhân phổ biến nhất gây ra lạm phát.

Mục tiêu việc làm cao và lạm phát

Một mục tiêu quan trọng của hầu hết các chính phủ là việc làm cao và việc theo đuổi mục tiêu này có thể dẫn đến lạm phát cao. Chính phủ Hoa Kỳ cam kết theo luật (Đạo luật Việc làm năm 1946 và Đạo luật Humphrey-Hawkins năm 1978) thực thi các chính sách chủ

MyLab Economics Bài giảng Mini



HÌNH 8 **Mức tăng của mục tiêu lạm phát**

Để nâng mục tiêu lạm phát lên π^T, ngân hàng trung ương thực hiện nới lỏng chính sách tiền tệ tự định bằng cách hạ lãi suất thực tế ở mọi tỷ lệ lạm phát cho trước, do đó chuyển đường tổng cầu sang phải AD_3. Sau đó, nền kinh tế chuyển sang điểm 2, và đường tổng cung ngắn hạn dịch chuyển lên trên và sang trái, cuối cùng dừng lại ở AS_3. Sau đó, nền kinh tế chuyển sang điểm 3, với chênh lệch sản lượng bằng 0 và lạm phát ở mức π^T.

động nhằm thúc đẩy việc làm cao. Cả hai đạo luật đều yêu cầu cam kết mức độ việc làm cao phù hợp với lạm phát ổn định - tuy nhiên trên thực tế, chính phủ Hoa Kỳ và Cục Dự trữ Liên bang thường theo đuổi mục tiêu việc làm cao mà ít lo ngại về hậu quả lạm phát của chính sách như vậy. Xu hướng này đặc biệt rõ ràng vào giữa những năm 1960 và 1970, khi chính phủ và Fed bắt đầu đóng vai trò tích cực trong nỗ lực ổn định tỷ lệ thất nghiệp.

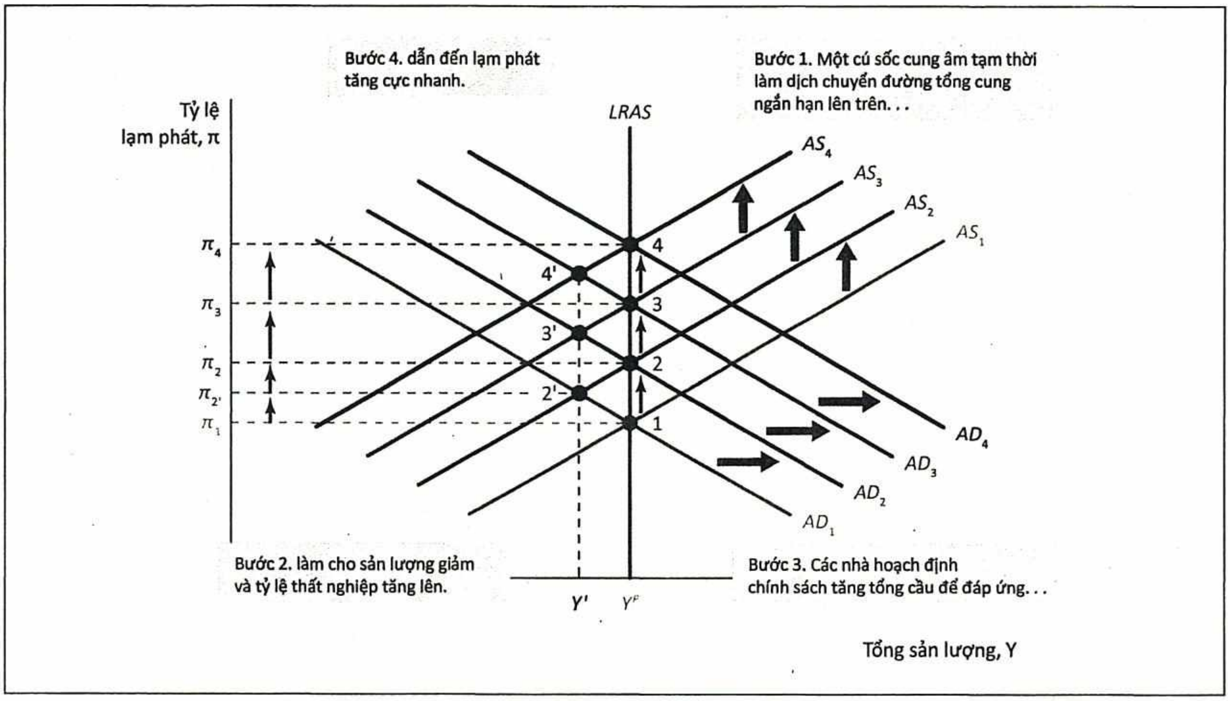
Hai loại lạm phát có thể xuất phát từ chính sách ổn định của phái chủ động nhằm thúc đẩy việc làm cao:

1. **Lạm phát chi phí đẩy** là kết quả của cú sốc cung âm tạm thời hoặc do người lao động đòi hỏi tăng lương vượt quá mức tương ứng với mức tăng năng suất.
2. **Lạm phát cầu kéo** xảy ra khi các nhà hoạch định chính sách theo đuổi các chính sách làm tăng tổng cầu.

Bây giờ chúng ta sẽ sử dụng phân tích tổng cầu và tổng cung để xem xét ảnh hưởng của mục tiêu việc làm cao đối với cả hai loại lạm phát.

Lạm phát chi phí đẩy Hãy xem xét nền kinh tế trong Hình 9, ban đầu ở điểm 1, giao điểm của đường tổng cầu AD_1 và đường tổng cung ngắn hạn AS_1. Giả sử người lao động thành công trong việc đòi hỏi mức lương cao hơn, hoặc vì họ muốn tăng tiền lương thực

MyLab Economics Bài giảng Mini



HÌNH 9 **Lạm phát chi phí đẩy**

Một cú sốc chi phí đẩy (hoạt động giống như một cú sốc cung âm tạm thời) làm dịch chuyển đường tổng cung ngắn hạn lên trên và sang trái sang AS_2, và nền kinh tế di chuyển đến điểm 2'. Để giữ cho tổng sản lượng ở mức Y^P và để giảm tỷ lệ thất nghiệp, các nhà hoạch định chính sách chuyển đường tổng cầu sang AD_2 để nền kinh tế nhanh chóng quay trở lại mức sản lượng tiềm năng tại điểm 2 và tỷ lệ lạm phát là π_2. Sự dịch chuyển lên trên và sang trái của đường tổng cung ngắn hạn, tới AS_3 và xa hơn, khiến các nhà hoạch định chính sách tiếp tục tăng tổng cầu, dẫn đến lạm phát tiếp tục tăng - lạm phát chi phí đẩy.

tế của họ (tiền lương tính theo hàng hóa và dịch vụ mà họ có thể mua) cao hơn mức tăng năng suất hoặc vì họ mong đợi lạm phát tăng và do đó muốn tiền lương tăng tương ứng. Cú sốc chi phí đẩy này, giống như cú sốc cung âm tạm thời, làm tăng tỷ lệ lạm phát và dịch chuyển đường tổng cung ngắn hạn lên trên và sang trái, thành AS_2. Nếu ngân hàng trung ương không có hành động nào để thay đổi lãi suất cân bằng và đường cong chính sách tiền tệ không đổi, nền kinh tế sẽ di chuyển đến điểm 2', tại giao điểm của đường tổng cung ngắn hạn mới AS_2 và đường tổng cầu AD_1. Sản lượng sẽ giảm xuống mức Y', dưới mức sản lượng tiềm năng, và tỷ lệ lạm phát sẽ tăng lên $\pi_{2'}$, dẫn đến gia tăng tỷ lệ thất nghiệp.

Ngược lại, các nhà hoạch định chính sách chủ động với mục tiêu việc làm cao sẽ thực hiện các chính sách để tăng tổng cầu, chẳng hạn như cắt giảm thuế, tăng mua hàng của chính phủ hoặc nới lỏng tự định chính sách tiền tệ. Các chính sách này sẽ chuyển đường tổng cầu trong Hình 9 sang AD_2, nhanh chóng đưa nền kinh tế trở lại mức sản lượng tiềm năng tại điểm 2 và tăng tỷ lệ lạm phát lên π_2. Người lao động sẽ khá ổn, vừa kiếm được tiền lương cao hơn vừa được chính phủ bảo vệ khỏi tình trạng thất nghiệp quá mức.

Thành công của người lao động có thể khuyến khích họ tìm kiếm mức lương cao hơn nữa. Ngoài ra, những người lao động khác giờ đây thấy rằng lương của họ đã giảm so với

lương của đồng nghiệp, khiến họ tìm cách tăng lương. Những hành động này sẽ dẫn đến một cú sốc cung âm tạm thời khác, khiến đường tổng cung ngắn hạn trong Hình 9 dịch chuyển lên trên và sang trái một lần nữa, đến AS_3. Tỷ lệ thất nghiệp sẽ phát triển trở lại khi chúng ta chuyển sang điểm 3', lại thúc đẩy các chính sách tiếp theo của phái chủ động, làm dịch chuyển đường tổng cầu sang phải sang AD_3 và đưa nền kinh tế trở lại trạng thái toàn dụng với tỷ lệ lạm phát cao hơn π_3. Nếu quá trình này tiếp tục, kết quả là lạm phát sẽ tiếp tục gia tăng - lạm phát chi phí đẩy.

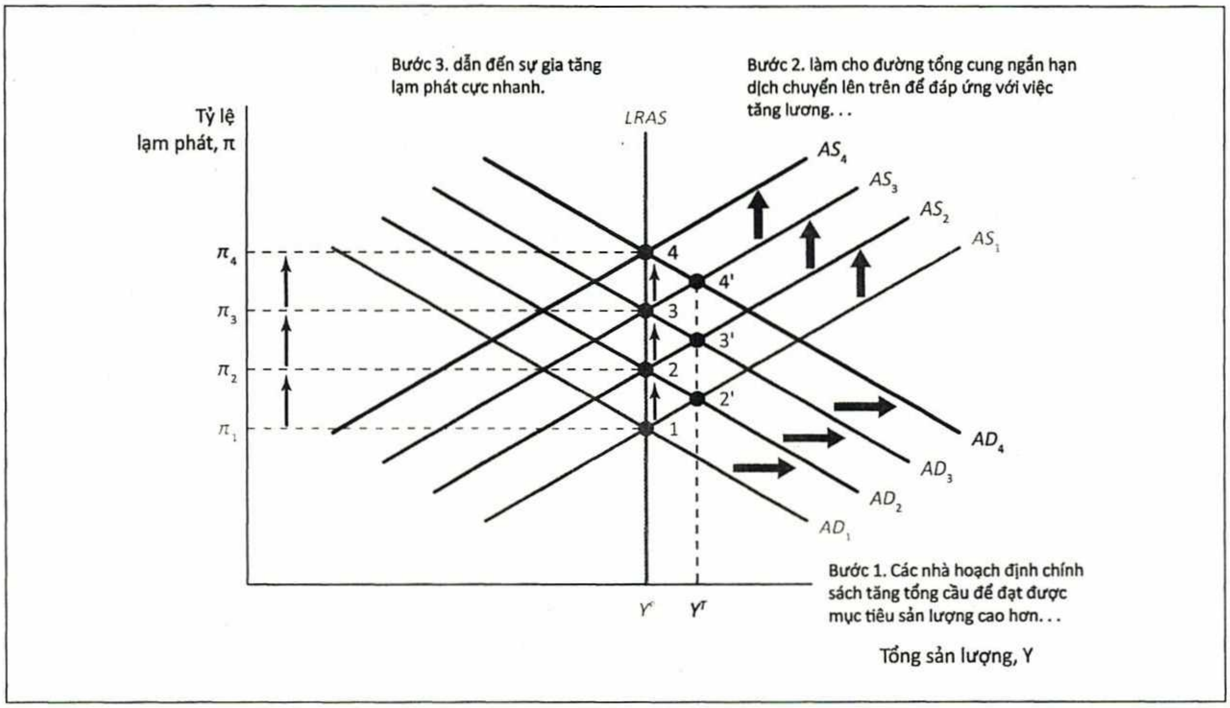
Lạm phát cầu kéo Mục tiêu có nhiều việc làm có thể dẫn đến chính sách tiền tệ và tài khóa lạm phát theo một cách khác. Ngay cả khi đạt toàn dụng lao động (tỷ lệ thất nghiệp tự nhiên), vẫn luôn xuất hiện thất nghiệp do ma sát trên thị trường lao động làm phức tạp thêm việc ghép nối người lao động thất nghiệp với người sử dụng lao động. Do đó, tỷ lệ thất nghiệp khi lao động toàn dụng vẫn lớn hơn 0. Khi các nhà hoạch định chính sách đánh giá sai tỷ lệ thất nghiệp tự nhiên và đặt mục tiêu thất nghiệp quá thấp (tức là nhỏ hơn tỷ lệ thất nghiệp tự nhiên), họ đã tạo tiền đề cho chính sách tiền tệ mở rộng gây ra lạm phát.

Hình 10 sử dụng phân tích tổng cung và tổng cầu cho thấy kịch bản này có thể diễn ra như thế nào. Nếu các nhà hoạch định chính sách đặt mục tiêu thất nghiệp 4% khi tỷ lệ thất nghiệp tự nhiên là 5%, họ đang cố gắng đạt được mục tiêu sản lượng lớn hơn sản lượng tiềm năng. Chúng ta đánh dấu mức sản lượng mục tiêu này là Y^T trong Hình 10. Giả sử ban đầu nền kinh tế ở điểm 1: Tại thời điểm này, nền kinh tế đang ở mức sản lượng tiềm năng nhưng dưới mức sản lượng mục tiêu Y^T. Để đạt mục tiêu tỷ lệ thất nghiệp 4%, các nhà hoạch định chính sách phải ban hành các chính sách, chẳng hạn như chính sách tài khóa mở rộng hoặc chính sách tiền tệ nới lỏng tự định, để tăng tổng cầu. Đường tổng cầu trong Hình 10 dịch chuyển sang phải cho đến khi nó đạt tới AD_2 và nền kinh tế chuyển sang điểm 2', nơi sản lượng ở mức Y^T và các nhà hoạch định chính sách đã đạt được mục tiêu tỷ lệ thất nghiệp 4%. Nhưng câu chuyện không chỉ có thế. Tại Y^T, tỷ lệ thất nghiệp 4% thấp hơn mức tỷ lệ tự nhiên và sản lượng trên mức tiềm năng, khiến tiền lương tăng. Đường tổng cung ngắn hạn bây giờ sẽ dịch chuyển lên trên và sang trái, cuối cùng đạt đến AS_2 và chuyển nền kinh tế từ điểm 2' sang điểm 2, nơi nó quay trở lại mức sản lượng tiềm năng nhưng với tỷ lệ lạm phát cao hơn π_2. Bởi vì tỷ lệ thất nghiệp lại cao hơn mức mục tiêu, các nhà hoạch định chính sách một lần nữa sẽ dịch chuyển đường tổng cầu sang phải sang AD_3 để đạt mục tiêu sản lượng tại điểm 3' — và toàn bộ quá trình sẽ tiếp tục đưa nền kinh tế đến điểm 3 và xa hơn. Kết quả chung là tỷ lệ lạm phát tăng đều đặn.

Do đó việc theo đuổi mục tiêu tỷ lệ thất nghiệp quá thấp, hoặc tương đương, mục tiêu sản lượng quá cao, dẫn đến chính sách tài khóa hoặc tiền tệ lạm phát. Các nhà hoạch định chính sách thất bại vì hai lý do: Họ không đạt được mục tiêu thất nghiệp và đã gây ra lạm phát cao hơn. Nếu tỷ lệ thất nghiệp mục tiêu thấp hơn tỷ lệ tự nhiên, quá trình chúng ta thấy trong Hình 10 sẽ diễn ra thuận lợi trước khi các nhà hoạch định chính sách nhận ra sai lầm của mình.

Lạm phát Chi phí đẩy vs. Lạm phát Cầu kéo Khi lạm phát xảy ra, làm thế nào chúng ta biết đó là lạm phát cầu kéo hay lạm phát chi phí đẩy? Chúng ta thường kỳ vọng lạm phát là cầu kéo khi tỷ lệ thất nghiệp thấp hơn mức tự nhiên và lạm phát là chi phí đẩy khi tỷ lệ thất nghiệp cao hơn mức tự nhiên. Tuy vậy, các nhà kinh tế và các nhà hoạch định chính sách vẫn đang phải vật lộn với việc đo lường chính xác tỷ lệ thất nghiệp tự nhiên. Và vấn đề còn phức tạp hơn nữa, vì lạm phát chi phí đẩy có thể được bắt đầu bởi lạm phát cầu kéo, làm cho sự khác biệt không rõ ràng. Khi lạm phát cầu kéo tạo ra tỷ lệ lạm phát cao hơn, lạm phát kỳ vọng sẽ tăng và người lao động sẽ yêu cầu mức lương cao hơn (lạm phát chi phí đẩy) để tiền lương thực tế của họ không giảm. Cuối

MyLab Economics Bài giảng Mini



HÌNH 10 Lạm phát cầu kéo

Mục tiêu thất nghiệp quá thấp (mục tiêu sản lượng Y^T quá cao) khiến chính phủ tăng tổng cầu, dịch chuyển đường *AD* sang phải từ AD_1 đến AD_2 đến AD_3, v.v. Bởi vì tại thời điểm Y^T, tỷ lệ thất nghiệp thấp hơn mức tỷ lệ tự nhiên, tiền lương sẽ tăng và đường tổng cung ngắn hạn sẽ dịch chuyển lên trên và sang trái, từ AS_1 đến AS_2 đến AS_3, v.v. Kết quả là lạm phát tiếp tục gia tăng được gọi là lạm phát cầu kéo.

cùng, các chính sách tài khóa và tiền tệ mở rộng tạo ra cả hai loại lạm phát, vì vậy chúng ta không thể phân biệt hai loại lạm phát dựa trên nguồn gốc của chúng.

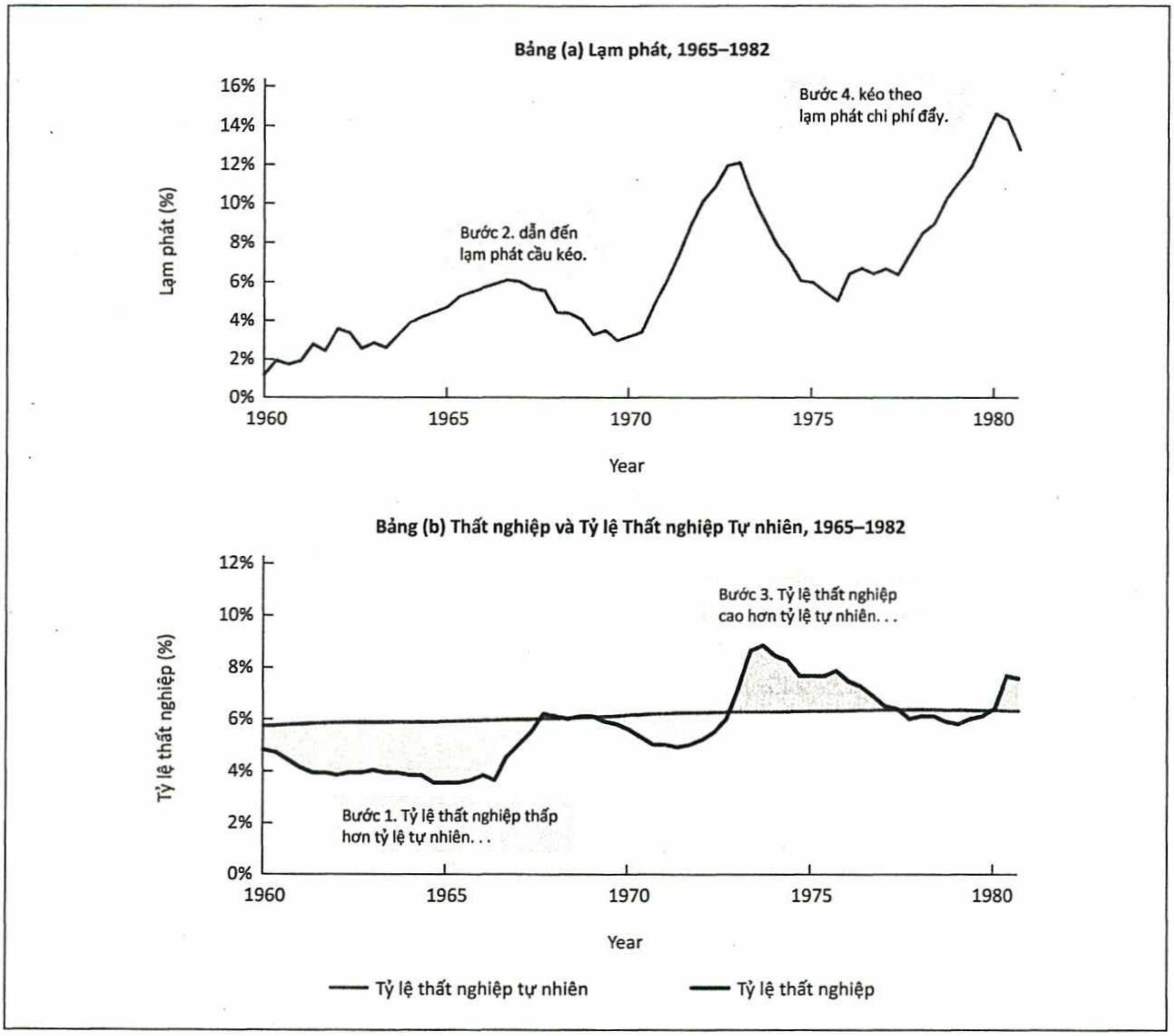
Tại Hoa Kỳ, như chúng ta sẽ thấy trong ứng dụng sau, lý do chính dẫn đến chính sách lạm phát là do các nhà hoạch định chính sách hướng tới mục tiêu việc làm cao. Như chúng ta đã thấy trong Chương 19, lạm phát cao cũng có thể do thâm hụt ngân sách liên tục của chính phủ được tài trợ bởi sự gia tăng cơ sở tiền tệ.

ỨNG DỤNG Đại Lạm phát

Khi đã xem xét gốc rễ của chính sách tiền tệ lạm phát, chúng ta có thể tìm hiểu nguyên nhân của sự gia tăng lạm phát của Hoa Kỳ xảy ra từ năm 1965 đến năm 1982, thời kỳ được gọi là "Đại lạm phát".

Bảng (a) của Hình 11 ghi lại sự gia tăng lạm phát trong giai đoạn này. Ngay trước khi Đại lạm phát bắt đầu, tỷ lệ lạm phát ở mức dưới 2% hàng năm; vào cuối những năm 1970,

nó đạt mức trung bình khoảng 8%. Lạm phát đạt đỉnh hơn 14% vào năm 1980 sau cú sốc giá dầu vào năm 1979. Bảng (b) của Hình 11 so sánh tỷ lệ thất nghiệp thực tế với ước tính tỷ lệ thất nghiệp tự nhiên. Lưu ý rằng nền kinh tế đã trải qua tỷ lệ thất nghiệp thấp hơn tỷ lệ tự nhiên hàng năm, trừ một năm từ năm 1960 đến năm 1973, được thể hiện bằng các khu vực



HÌNH 11 Lạm phát và thất nghiệp, 1965–1982

Như được trình bày trong bảng (a), tỷ lệ lạm phát CPI ở mức dưới 2% với tỷ lệ hàng năm vào đầu những năm 1960, nhưng đến cuối những năm 1970, nó đã ở mức trung bình khoảng 8%. Nó đạt đỉnh hơn 14% vào năm 1980 sau cú sốc giá dầu vào năm 1979. Như thể hiện trong bảng (b), nền kinh tế đã trải qua tỷ lệ thất nghiệp dưới tỷ lệ tự nhiên hàng năm trừ một lần trong khoảng thời gian từ 1960 đến 1973, cho thấy lạm phát cầu kéo như trong Hình 10. Sau năm 1975, tỷ lệ thất nghiệp thường xuyên cao hơn tỷ lệ thất nghiệp tự nhiên, cho thấy dấu hiệu lạm phát chi phí đẩy như trong Hình 9.

Nguồn: Báo cáo kinh tế của Tổng thống.

được tô mầu. Điều này cho thấy rằng từ năm 1960–1973, nền kinh tế Hoa Kỳ đã gặp phải lạm phát cầu kéo được mô tả trong Hình 10. Nghĩa là, khi cố gắng đạt mục tiêu sản lượng quá cao, các nhà hoạch định đã theo đuổi chính sách nới lỏng tự định chính sách tiền tệ đẩy đường tổng cầu sang phải và tạo ra chênh lệch sản lượng dương, do đó làm tăng lạm phát. Vào giữa những năm 1960, các nhà hoạch định chính sách, nhà kinh tế và chính trị gia đã cam kết tỷ lệ thất nghiệp mục tiêu là 4%, mức thất nghiệp mà họ tin là phù hợp với sự ổn định giá cả. Sau đó, hầu hết các nhà kinh tế ngày nay đồng ý rằng tỷ lệ thất nghiệp tự nhiên cao hơn đáng kể trong những năm 1960 và 1970, từ 5% đến 6%, như được thể hiện trong bảng (b) của Hình 11. Mục tiêu thất nghiệp không phù hợp ở mức 4% đã khởi đầu giai đoạn lạm phát dài nhất trong lịch sử Hoa Kỳ.

Bảng (b) của Hình 11 cho thấy sau năm 1974, tỷ lệ thất nghiệp vẫn cao hơn tỷ lệ thất nghiệp tự nhiên (xem phần tô mầu), ngoại trừ một khoảng thời gian ngắn vào năm 1978 và 1979, nhưng lạm phát vẫn tiếp tục, theo bảng (a), cho thấy sự tồn tại của lạm phát chi phí đẩy như ta đã mô tả trong Hình 9 (với động lực từ lạm phát cầu kéo trước đó). Công chúng biết rằng chính sách của chính phủ hướng tới mục tiêu chính là việc làm cao giải thích cho sự kéo dài của lạm phát. Tỷ lệ lạm phát kỳ vọng cao hơn do lạm phát cầu kéo làm dịch chuyển đường tổng cung ngắn hạn trong Hình 9 lên trên và sang trái, gây ra sự gia tăng tỷ lệ thất nghiệp mà các nhà hoạch định chính sách đã cố gắng loại bỏ bằng cách nới lỏng tự định chính sách tiền tệ, làm dịch chuyển đường tổng cầu sang phải. Kết quả là lạm phát tiếp tục gia tăng.

Chỉ khi Cục Dự trữ Liên bang, dưới quyền Chủ tịch Fed Paul Volcker, cam kết thực hiện chính sách tiền tệ chống lạm phát, với việc nâng lãi suất quỹ liên bang lên mức 20%, thì lạm phát mới giảm xuống, chấm dứt Đại lạm phát. •

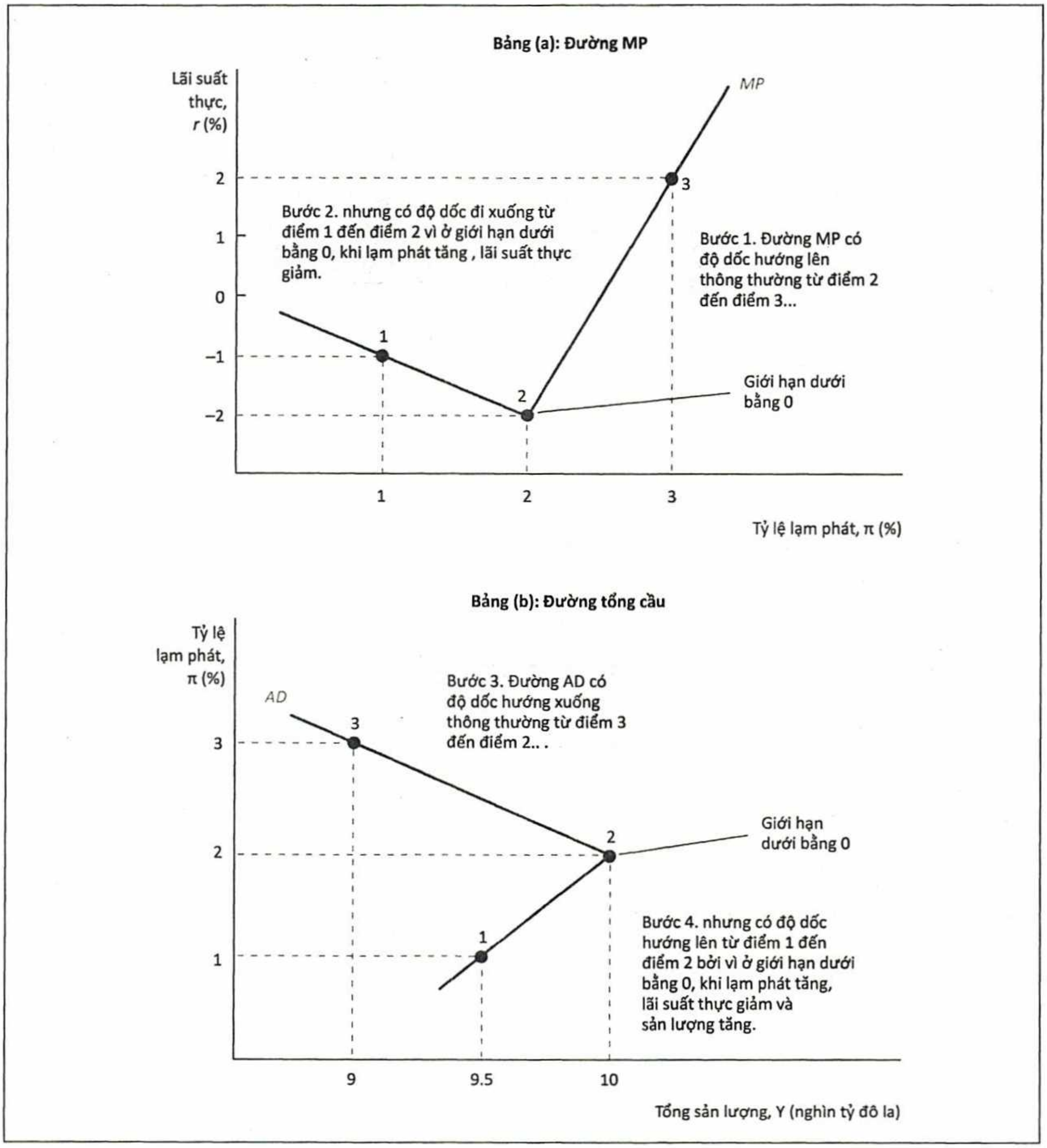
CHÍNH SÁCH TIỀN TỆ TẠI GIỚI HẠN DƯỚI BẰNG 0

Cho đến giờ, chúng ta đã giả định rằng ngân hàng trung ương có thể tiếp tục giảm lãi suất thực khi lạm phát giảm bằng cách hạ lãi suất chính sách — ví dụ, lãi suất quỹ liên bang — để đường *MP* luôn dốc lên. Tuy nhiên, vì lãi suất quỹ liên bang là lãi suất danh nghĩa nên không bao giờ có thể giảm xuống dưới mức bằng không. Lãi suất quỹ liên bang âm ngụ ý rằng bạn sẵn sàng chấp nhận lợi suất thấp hơn từ cho vay trên thị trường quỹ liên bang so với mức lợi suất bằng không bạn có thể kiếm được bằng cách giữ tiền mặt. Như đã thảo luận trong Chương 15, mức sàn 0 của lãi suất chính sách được gọi là giới hạn dưới bằng 0, và nó gây ra một vấn đề đặc thù trong thực hiện chính sách tiền tệ.

Xây dựng đường tổng cầu với giới hạn dưới bằng 0

Để hiểu sâu hơn những vấn đề do giới hạn dưới bằng 0 gây ra khi điều hành chính sách tiền tệ, hãy xem điều gì sẽ xảy ra với đường tổng cầu khi ngân hàng trung ương không thể hạ lãi suất chính sách của mình xuống dưới 0. Điểm then chốt trong phân tích này là lãi suất thực là lãi suất được điều chỉnh theo lạm phát kỳ vọng, tức là, lãi suất thực bằng lãi suất danh nghĩa trừ đi lạm phát kỳ vọng, $r = i - \pi^e$. Bảng (a) của Hình 12 cho thấy một đường *MP* chạm tới giới hạn dưới bằng không. Để thuận tiện phân tích, giả sử rằng lạm phát dự kiến biến động gần sát với tỷ lệ lạm phát thực sự (trên thực tế thường là vậy), như chỉ ra trên trục hoành trong bảng (a). Hãy bắt đầu từ điểm 3 trên đường *MP*, nơi lạm phát ở mức 3% và lãi suất thực là 2%. Bây giờ hãy xem điều gì sẽ xảy ra khi lạm phát giảm từ 3% xuống 2%. Ở mức lạm phát này, các cơ quan quản lý tiền tệ, theo nguyên tắc Taylor, sẽ muốn hạ lãi suất thực xuống, ví dụ - 2% (điểm 2 trong bảng (a)), điều này đòi hỏi họ giảm lãi suất chính sách xuống 0 ($r = 0 - 2\% = - 2\%$). Tại điểm 2 trong bảng (a),

MyLab Economics Bài giảng Mini



HÌNH 12 Xây dựng đường tổng cầu với giới hạn dưới bằng 0

Trong bảng (a), đường *MP* có độ dốc hướng lên thông thường khi đi từ điểm 2 đến điểm 3, nhưng nó dốc xuống trong đoạn từ điểm 1 đến điểm 2 bởi vì, với lãi suất chính sách ở mức 0, khi lạm phát và lạm phát kỳ vọng giảm, lãi suất thực tế tăng lên. Điều này tạo ra một đường tổng cầu gấp khúc như thể hiện trong bảng (b).

đường *MP* đã đạt đến giới hạn dưới bằng 0, vì lãi suất chính sách danh nghĩa không thể giảm xuống dưới 0. Tới đây, phân tích vẫn giống Chương 21, với đường *MP* có độ dốc hướng lên thông thường.

Bây giờ, điều gì sẽ xảy ra nếu tỷ lệ lạm phát giảm hơn nữa - ví dụ, xuống 1%? Các cơ quan quản lý tiền tệ muốn hạ lãi suất thực bằng cách hạ lãi suất chính sách một lần nữa, nhưng họ không thể vì lãi suất chính sách đã chạm sàn 0. Như được chỉ ra bởi điểm 1 trên đường *MP*, với lãi suất chính sách danh nghĩa bằng 0, lãi suất thực với tỷ lệ lạm phát 1% hiện đã tăng lên - 1% ($r = 0 - 1\% = -1\%$)*. Do đó, chúng ta thấy rằng đoạn của đường *MP* nối điểm 2 với điểm 1 là dốc xuống, ngược lại với những gì chúng ta đã thấy trong Chương 21.

* Hiểu một cách đơn giản, lãi suất danh nghĩa đã bị khóa ở 0, nên nếu lạm phát càng giảm xuống thì lãi suất thực (là hiệu của lãi suất danh nghĩa và lạm phát) sẽ càng tăng lên, làm đường *MP* chuyển thành dạng dốc xuống.

Bây giờ hãy xem điều gì xảy ra với đường tổng cầu, được hiển thị trong bảng (b) của Hình 12. Với tỷ lệ lạm phát 3% và lãi suất thực là 2% (điểm 3 trên đường *MP* trong bảng (a)), mức cân bằng của sản lượng là 9 nghìn tỷ đô la, được đánh dấu là điểm 3 trên đường tổng cầu trong bảng (b). Bây giờ, khi lạm phát giảm xuống 2% và lãi suất thực ở mức 2%, như được chỉ ra bởi điểm 2 trên đường *MP* trong bảng (a), tổng sản lượng tăng lên 10 nghìn tỷ đô la vì chi tiêu đầu tư theo kế hoạch tăng lên với lãi suất thực thấp hơn. Tỷ lệ lạm phát 2% và mức sản lượng 10 nghìn tỷ đô la được đánh dấu là điểm 2 trên đường *AD* trong bảng (b). Điểm này cũng là giới hạn dưới bằng không. Đường *AD* có độ dốc hướng xuống thông thường từ điểm 3 đến điểm 2.

Tuy nhiên, nếu lạm phát giảm xuống 1%, điểm 1 trên đường *MP* chỉ ra rằng lãi suất thực sẽ tăng lên -1% bởi vì, ở giới hạn dưới bằng 0, trong đó lãi suất chính sách danh nghĩa được giữ ở mức 0 thì cả lạm phát và lạm phát kỳ vọng sẽ làm tăng lãi suất thực. Lãi suất thực tăng sẽ khiến tổng cầu giảm xuống còn 9,5 nghìn tỷ đô la tại điểm 1 trên đường *AD* trong bảng (b). Do đó, khi đi từ điểm 1 đến điểm 2, đường tổng cầu dốc lên chứ không phải dốc xuống. Do đó, sự hiện diện của giới hạn dưới bằng 0 có thể tạo ra một đường tổng cầu gấp khúc được thấy trong bảng (b).

Sự biến mất của cơ chế tự điều chỉnh ở giới hạn dưới bằng 0

Bây giờ, hãy phân tích điều gì xảy ra trong sơ đồ tổng cầu và cung khi nền kinh tế bị ảnh hưởng bởi một cú sốc âm mạnh, chẳng hạn như cú sốc xảy ra trong cuộc khủng hoảng tài chính toàn cầu (xem Chương 12), và xuất hiện vấn đề giới hạn dưới bằng 0. Trong tình huống này, đường tổng cung ngắn hạn ban đầu cắt phần dốc lên của đường tổng cầu tại điểm 1 trong Hình 13, với tổng sản lượng thấp hơn sản lượng tiềm năng. Bởi vì $Y_1 < Y^P$, nền kinh tế bị dư thừa nguồn lực, và do đó, đường tổng cung ngắn hạn sẽ giảm xuống AS_2 và nền kinh tế sẽ di chuyển đến điểm 2, tại giao điểm của đường AS_2 và *AD*, nơi lạm phát và sản lượng sẽ có lần lượt giảm xuống π_2 và Y_2. Bây giờ, Y_2 thậm chí còn thấp hơn Y_2 so với Y^P, do đó, đường tổng cung ngắn hạn sẽ dịch chuyển xuống thấp hơn nữa, xuống AS_3, và nền kinh tế sẽ chuyển sang điểm 3, nơi lạm phát và sản lượng giảm hơn nữa, xuống π_3 và Y_3, tương ứng.

Phân tích của chúng ta về Hình 13 cho thấy hai kết quả chính:

- Thứ nhất, cơ chế tự điều chỉnh không còn hoạt động. Khi nền kinh tế ở trong tình trạng sản lượng cân bằng thấp hơn sản lượng tiềm năng và lãi suất chính sách đã đạt đến giới hạn dưới bằng 0, sản lượng sẽ không được phục hồi về mức tiềm năng nếu các nhà hoạch định chính sách không làm gì cả. Điều ngược lại xảy ra - nền kinh tế đi vào một vòng xoáy đi xuống.
- Thứ hai, trong tình huống này, nền kinh tế đi vào vòng xoáy giảm phát, đặc trưng bởi lạm phát và sản lượng liên tục giảm.

Nguyên lý đằng sau hai kết quả này khá đơn giản. Khi sản lượng dưới mức tiềm năng và lãi suất chính sách chạm sàn 0, lạm phát giảm dẫn đến lãi suất thực tế cao hơn, điều này làm giảm sản lượng hơn nữa, khiến lạm phát giảm thêm, v.v. Về mặt sơ đồ, chuỗi sự kiện này có thể được thể hiện như sau:

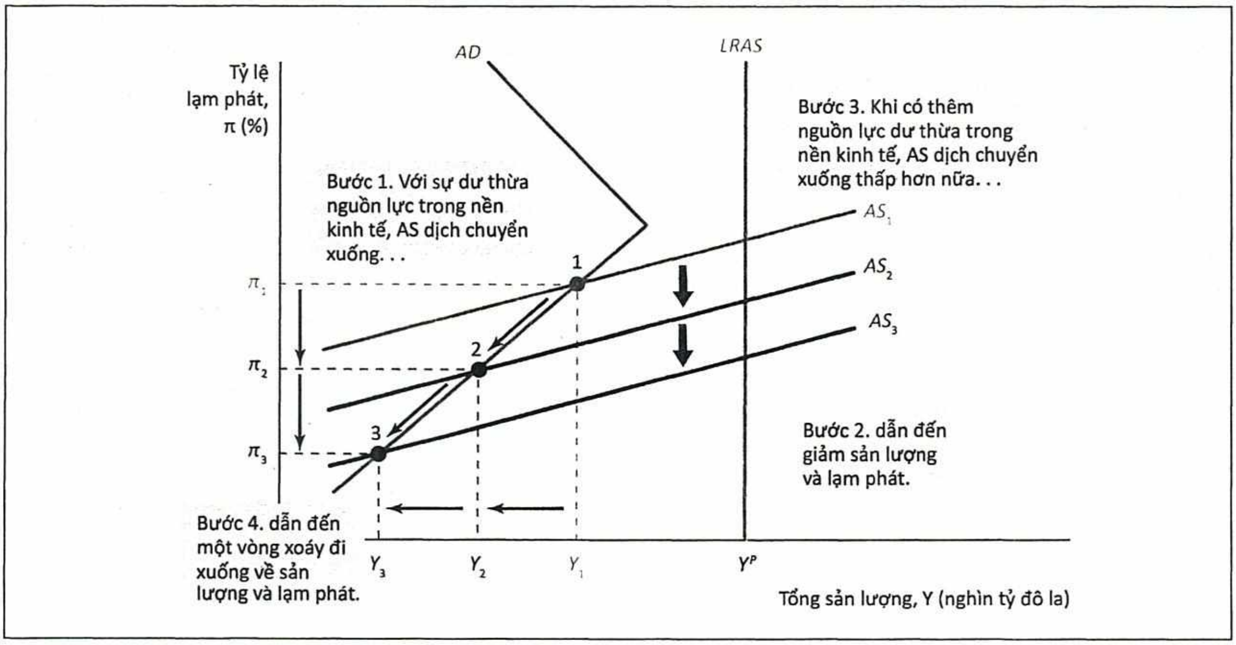
$$Y < Y^P \Rightarrow \pi\downarrow \Rightarrow r\uparrow \Rightarrow Y\downarrow \Rightarrow Y << Y^P \Rightarrow \pi\downarrow \Rightarrow r\uparrow \Rightarrow Y\downarrow$$

Kết quả cuối cùng là cả sản lượng và lạm phát đều đi vào vòng xoáy đi xuống.

ỨNG DỤNG Chính sách tiền tệ phi truyền thống và nới lỏng định lượng

Ở mức giới hạn dưới bằng 0, không thể sử dụng chính sách tiền tệ mở rộng truyền thống vì các cơ quan quản lý chính sách tiền tệ không thể hạ lãi suất chính sách. Do đó, ngân hàng trung ương phải chuyển sang các chính sách phi truyền thống được thảo luận trong Chương 15 để kích thích nền kinh tế. Ở đây, chúng ta sẽ phân tích cách các chính sách phi truyền thống khác nhau này giúp mở rộng kinh tế trong khi tránh các vòng xoáy đi xuống về sản lượng và lạm phát, là đặc trưng của tình huống được mô tả trong Hình 13.

MyLab Economics Bài giảng Mini



HÌNH 13 Sự vắng mặt của cơ chế tự điều chỉnh ở giới hạn dưới bằng 0

Tại điểm cân bằng ban đầu tại điểm 1, $Y_1 < Y^P$, do đó, đường tổng cung ngắn hạn dịch chuyển xuống AS_2 và nền kinh tế chuyển sang điểm 2, nơi sản lượng và lạm phát lần lượt giảm xuống Y_2 và π_2. Bởi vì Y_2 thậm chí còn thấp hơn Y_1 so với Y^P, nên đường tổng cung ngắn hạn dịch chuyển tiếp xuống mức là AS_2, và nền kinh tế chuyển sang điểm 3, nơi sản lượng và lạm phát đã giảm hơn nữa, tương ứng xuống Y_3 và π_3. Do đó, cả sản lượng và lạm phát đều trải qua vòng xoáy đi xuống.

Hãy nhớ lại rằng có ba hình thức chính sách tiền tệ phi truyền thống: bổ sung thanh khoản, mua tài sản (nới lỏng định lượng) và quản lý kỳ vọng. Để phân tích cách hoạt động của từng chính sách, hãy nhớ lại từ Chương 20 rằng lãi suất thực cho các khoản đầu tư r_i không chỉ phản ánh lãi suất thực ngắn hạn do ngân hàng trung ương ấn định, r, mà còn có cả thành phần $\bar{f}$, mà chúng ta đã đề cập đến trước đây là ma sát tài chính. Mối quan hệ này có thể được viết dưới dạng toán học như sau

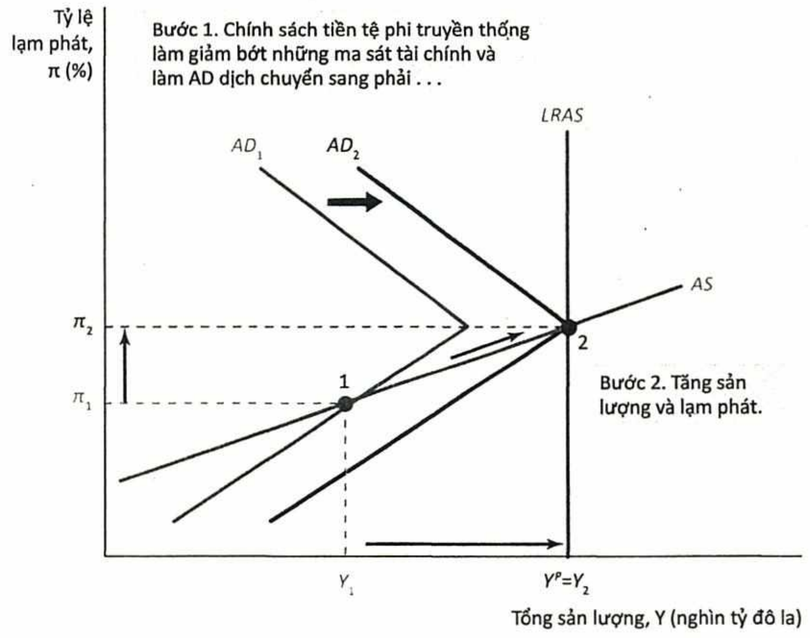
$$r_i = r + \bar{f} \tag{1}$$

Mỗi biện pháp chính sách tiền tệ phi truyền thống này đều giúp nâng cao tổng sản lượng và lạm phát bằng cách giảm $\bar{f}$ trong mô hình *AD*/*AS*. Hãy tìm hiểu lần lượt từng biện pháp này.

Bổ sung thanh khoản

Tình huống giới hạn dưới bằng 0 được mô tả trong Hình 14 thường phát sinh khi thị trường tín dụng tắc nghẽn và thiếu thanh khoản đột ngột, như trong cuộc khủng hoảng tài chính toàn cầu gần đây. Sự thiếu hụt thanh khoản dẫn đến gia tăng mạnh mẽ các ma sát tài chính, làm dịch chuyển đường tổng cầu AD_1 trong Hình 14 sang điểm 1, nơi AD_1 giao

MyLab Economics Bài giảng Mini



HÌNH 14 Phản ứng đối với chính sách tiền tệ phi truyền thống

Chính sách tiền tệ phi truyền thống, dù là cung cấp thanh khoản, mua tài sản, hoặc quản lý kỳ vọng, thì đều giảm $\bar{f}$, do đó làm giảm lãi suất thực của các khoản đầu tư ở mọi tỷ lệ lạm phát cho trước và dịch chuyển đường tổng cầu về AD_2. Nền kinh tế chuyển sang điểm 2, nơi sản lượng và lạm phát lần lượt tăng lên Y_2 và π_2.

với đường tổng cung và lãi suất chính sách đã chạm mức sàn 0 và sản lượng xuống dưới mức tiềm năng. Ngân hàng trung ương có thể trực tiếp giảm ma sát tài chính bằng cách gia tăng các cơ sở cho vay nhằm bổ sung thêm thanh khoản cho các thị trường bị suy giảm để chúng có thể hoạt động bình thường trở lại, để giảm thành phần $\bar{f}$. Như chúng ta đã thấy trong Chương 22, sự sụt giảm ma sát tài chính làm giảm lãi suất thực tế cho các khoản đầu tư, $r_i = r + \bar{f}$, và do đó làm tăng chi tiêu đầu tư và lượng tổng cầu ở mọi tỷ lệ lạm phát cho trước. Sau đó, đường tổng cầu dịch chuyển sang phải đến AD_2 và nền kinh tế chuyển sang điểm 2, nơi cả sản lượng và lạm phát đều tăng. Nếu việc bổ sung thanh khoản đủ thành công, nền kinh tế có thể quay trở lại mức toàn dụng, nơi sản lượng sẽ trở lại mức tiềm năng, như được chỉ ra ở điểm 2 trong hình.

Mua tài sản và nới lỏng định lượng

Các cơ quan quản lý tiền tệ cũng có thể giảm thành phần $\bar{f}$ bằng cách giảm chênh lệch tín dụng thông qua việc mua các chứng khoán do tư nhân phát hành. Khi các cơ quan quản lý tiền tệ mua một chứng khoán tư nhân, việc mua này làm tăng giá của chứng khoán và làm giảm lãi suất của nó, do đó làm giảm chênh lệch tín dụng và $\bar{f}$ cùng với lãi suất thực của các khoản đầu tư. Sau đó việc giảm lãi suất thực tế của các khoản đầu tư ở mọi tỷ lệ lạm phát cho trước làm cho đường tổng cầu dịch chuyển sang phải, như thể hiện trong Hình 14, và làm tăng cả sản lượng và lạm phát.

Vì các khoản đầu tư thường gắn với các dự án dài hạn, nên lãi suất thực của đầu tư thường là lãi suất dài hạn và do đó khác với lãi suất thực ngắn hạn *r*. Vì vậy, thành phần $\bar{f}$ trong Công thức 1 có thể được xem là không chỉ phản ánh ma sát tài chính và chênh lệch tín dụng mà còn cả sự chênh lệch giữa lãi suất dài hạn và ngắn hạn. Điều này có nghĩa là việc mua tài sản chứng khoán dài hạn của chính phủ cũng có thể làm giảm lãi suất thực của các khoản đầu tư. Ví dụ, khi Cục Dự trữ Liên bang mua trái phiếu kho bạc dài hạn của Mỹ, hành động này sẽ làm tăng giá trái phiếu và giảm lãi suất dài hạn. Điều này làm giảm $\bar{f}$ và lãi suất thực của các khoản đầu tư ở mọi tỷ lệ lạm phát cho trước, và do đó đường tổng cầu sẽ dịch chuyển sang phải, tới AD_2 trong Hình 14, làm tăng sản lượng và lạm phát.

Khi ngân hàng trung ương bổ sung thanh khoản hoặc mua tài sản, bảng cân đối kế toán của họ phải mở rộng. Như chúng ta đã thấy trong Chương 15, từ trước khi cuộc khủng hoảng tài chính bắt đầu vào tháng 9 năm 2007 đến năm 2017, giá trị tài sản của Cục Dự trữ Liên bang đã tăng từ khoảng 800 tỷ lên hơn 4 nghìn tỷ đô la. Việc mở rộng bảng cân đối kế toán như vậy được gọi là *nới lỏng định lượng* vì nó dẫn đến sự gia tăng đáng kể về thanh khoản trong nền kinh tế, là một động lực mạnh mẽ giúp kích thích nền kinh tế trong ngắn hạn và có thể tạo ra lạm phát.

Tuy nhiên, việc mở rộng bảng cân đối kế toán của ngân hàng trung ương có thể vẫn chưa đủ để kích thích nền kinh tế. Như chúng ta đã thấy trong phân tích *AD/AS* về giới hạn dưới bằng 0, trừ khi nới lỏng định lượng có thể làm giảm lãi suất thực cho các khoản đầu tư, mà cựu chủ tịch Fed Ben Bernanke gọi là *nới lỏng tín dụng*, nếu không thì sẽ không có tác động đến đường tổng cầu và do đó không có tác động đến sản lượng và lạm phát. Nếu chương trình mua tài sản chỉ mua chứng khoán ngắn hạn của chính phủ, thì chương trình này không có khả năng ảnh hưởng đến chênh lệch tín dụng hoặc chênh lệch giữa lãi suất dài hạn và ngắn hạn, do đó $\bar{f}$ và lãi suất thực cho các khoản đầu tư sẽ không thay đổi. Tác động đến nền kinh tế chung do vậy chỉ ở mức tối thiểu.[1] Đây chính

là kinh nghiệm ở Nhật Bản khi Ngân hàng Trung ương Nhật Bản theo đuổi chương trình mua tài sản quy mô lớn, chủ yếu là mua trái phiếu chính phủ ngắn hạn. Không chỉ nền kinh tế không phục hồi được mà lạm phát thậm chí còn chuyển thành âm.

Quản lý kỳ vọng

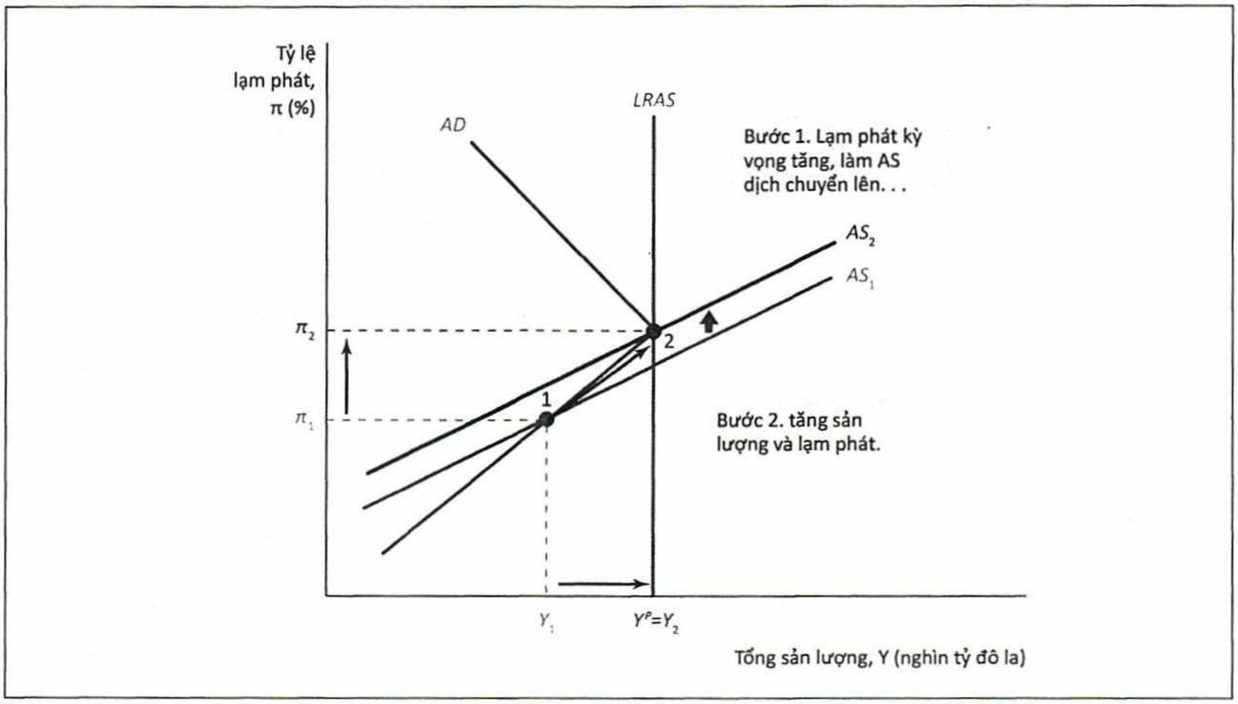
Một hình thức quản lý kỳ vọng là điều hướng kỳ hạn, tại đó ngân hàng trung ương cam kết giữ lãi suất chính sách ở mức thấp trong thời gian dài, là một cách khác để giảm lãi suất dài hạn tương đối so với lãi suất ngắn hạn và do đó hạ thấp $\bar{f}$ và lãi suất thực cho các khoản đầu tư. Bởi vì nhà đầu tư có thể chọn đầu tư vào một trái phiếu dài hạn thay cho đầu tư vào một chuỗi trái phiếu ngắn hạn, như chúng ta đã thấy trong Chương 6, lãi suất của trái phiếu dài hạn sẽ rất gần với mức trung bình của các lãi suất kỳ hạn ngắn mà thị trường mong đợi sẽ xảy ra trong suốt thời gian của trái phiếu dài hạn. Bằng cách cam kết hành động chính sách trong tương lai là giữ lãi suất quỹ liên bang ở mức 0 trong một thời gian dài, ngân hàng trung ương có thể hạ thấp kỳ vọng của thị trường về lãi suất ngắn hạn trong tương lai, do đó khiến lãi suất dài hạn giảm xuống. Kết quả là sẽ giảm $\bar{f}$ và lãi suất thực cho các khoản đầu tư, làm dịch chuyển đường tổng cầu sang phải như trong Hình 14, làm tăng cả sản lượng và lạm phát.

Tới lúc này, các cơ chế tạo ra hiệu quả của các chính sách tiền tệ phi truyền thống đã vận hành thông qua thành phần $\bar{f}$ và dịch chuyển đường tổng cầu sang phải như trong Hình 14. Tuy nhiên, quản lý kỳ vọng cũng có thể vận hành thông qua sự thay đổi trong đường tổng cung ngắn hạn bằng cách nâng cao kỳ vọng lạm phát, như thể hiện trong Hình 15. Hãy nhớ từ Chương 22 rằng kỳ vọng lạm phát tăng - giả sử, bởi vì ngân hàng trung ương cam kết làm bất cứ điều gì cần thiết để tăng lạm phát trong tương lai - sẽ dịch đường tổng cung lên, tới AS_2 trong Hình 15, chuyển nền kinh tế đến điểm 2, nơi sản lượng và lạm phát lần lượt tăng lên Y_2 và π_2. Ý tưởng đằng sau kết quả này rất dễ hiểu: Với lãi suất chính sách được ấn định bằng 0, lạm phát kỳ vọng tăng sẽ dẫn đến giảm lãi suất thực, điều này sẽ khiến chi tiêu đầu tư và tổng sản lượng tăng lên khi nền kinh tế đẩy đường tổng cầu từ điểm 1 lên đến điểm 2, như thể hiện trong hình. Tuy nhiên, một vấn đề với chiến lược này là công chúng phải tin rằng lạm phát sẽ thực sự tăng trong tương lai. Nếu cam kết nâng cao lạm phát của ngân hàng trung ương không đáng tin cậy, thì kỳ vọng lạm phát có thể không tăng và kiểu quản lý kỳ vọng này sẽ không có tác dụng

---

[1]Có hai lý do khác khiến việc nới lỏng định lượng tự nó không đủ để có khả năng kích thích. Thứ nhất, các khoản mở rộng lớn trong bảng cân đối kế toán của ngân hàng trung ương không chắc chắn làm tăng cung tiền. Như đã chỉ ra trong phần ứng dụng ở Chương 14, "Nới lỏng định lượng và cung tiền, 2007–2017," điều này đã diễn ra ở Hoa Kỳ từ năm 2007–2017, khi các khoản mở rộng lớn trong bảng cân đối kế toán của Fed và cơ sở tiền tệ không dẫn đến tăng mạnh cung tiền bởi vì phần lớn sự gia tăng cơ sở tiền tệ chỉ chảy vào việc nắm giữ các khoản dự trữ dư thừa. Thứ hai, cơ sở tiền tệ tăng không có nghĩa là các ngân hàng sẽ tăng cho vay, bởi vì họ có quyền lựa chọn chỉ bổ sung lượng dự trữ dư thừa của mình chứ không cho vay. Trong cuộc khủng hoảng tài chính toàn cầu, cơ sở tiền tệ tăng mạnh chủ yếu dẫn đến sự gia tăng lớn trong dự trữ vượt mức và cho vay của ngân hàng không tăng.

MyLab Economics Bài giảng Mini



HÌNH 15 Ứng phó với kỳ vọng lạm phát gia tăng

Kỳ vọng lạm phát tăng lên làm cho đường tổng cung ngắn hạn dịch chuyển lên AS_2 và nền kinh tế chuyển sang điểm 2, nơi sản lượng và lạm phát tăng lên Y_2 và π_2, tương ứng.

ỨNG DỤNG Abenomics và sự thay đổi trong chính sách tiền tệ của Nhật Bản năm 2013

Đến năm 2012, nền kinh tế Nhật Bản đã rơi vào tình trạng trầm lắng trong hơn mười năm, với tốc độ tăng trưởng rất thấp, lãi suất chính sách kẹt ở mức giới hạn dưới bằng 0 và nền kinh tế rơi vào tình trạng giảm phát. Shinzo Abe đã giành chiến thắng trong cuộc tổng tuyển cử Thủ tướng Nhật Bản vào tháng 12 năm 2012, và sau khi nhậm chức trong bối cảnh kinh tế này, ông đã thúc đẩy một sự thay đổi lớn trong chính sách nhằm kích thích tăng trưởng kinh tế, một chính sách mà giới truyền thông gọi là "Abenomics." Một trọng tâm của Abenomics là sự thay đổi lớn trong chính sách tiền tệ. Đầu tiên, Abe gây áp lực buộc Ngân hàng Trung ương Nhật Bản tăng gấp đôi mục tiêu lạm phát từ 1% lên 2% vào tháng 1 năm 2013, bỏ qua sự phản đối của cựu Thống đốc Ngân hàng Trung ương Nhật Bản, Masaaki Shirakawa, người sau đó đã từ chức vào tháng 3. Sau khi tiếp quản vị trí vào tháng 3 năm 2013, Thống đốc mới của Ngân hàng Trung ương Nhật Bản, Haruhiko Kuroda, đã thông báo về sự thay đổi lớn trong cách Ngân hàng Trung ương Nhật Bản thực hiện chính sách tiền tệ trong tương lai. Thứ nhất, trái ngược với thống đốc tiền nhiệm, người không bao giờ chính thức cam kết đạt được mục tiêu lạm phát 1%, Kuroda cam kết đạt được mục tiêu lạm phát định vị cao hơn là 2% trong vòng hai năm. Thứ hai, ông chỉ ra rằng Ngân hàng Trung ương Nhật Bản sẽ tham gia vào một chương trình mua tài sản lớn

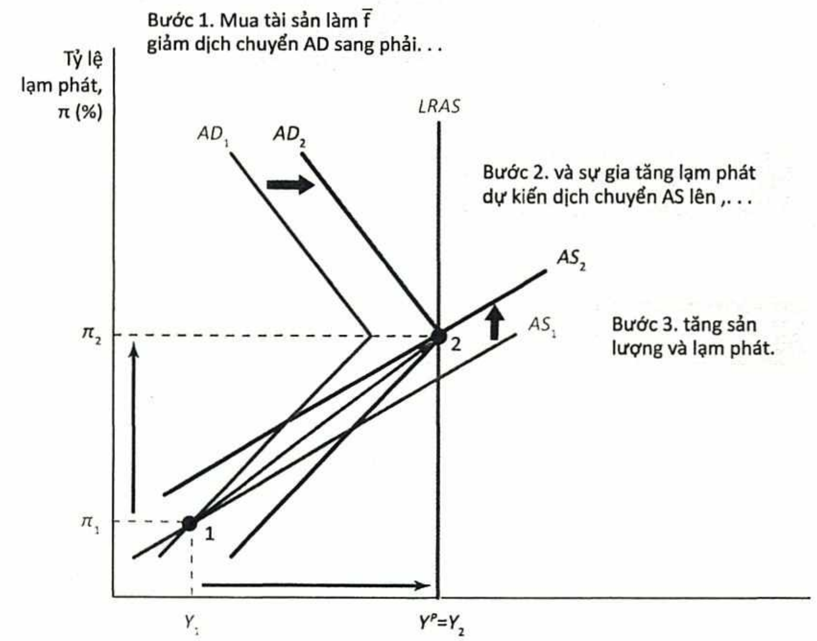
(nới lỏng định lượng) không chỉ tăng gấp đôi quy mô bảng cân đối kế toán của Ngân hàng Trung ương Nhật Bản mà còn là việc mua một gói tài sản rất khác. Cụ thể, thay vì mua trái phiếu chính phủ ngắn hạn, Ngân hàng Trung ương Nhật Bản giờ đây sẽ mua trái phiếu dài hạn, bao gồm cả chứng khoán tư nhân như ủy thác đầu tư bất động sản.

Chúng ta có thể sử dụng phân tích từ phần trước để dự đoán lý do tại sao cách tiếp cận này được thực hiện để khắc phục nền kinh tế Nhật Bản. Thứ nhất, trái ngược với lần nới lỏng định lượng trước đây, chương trình Abenomics đã tìm cách hạ thấp $\bar{f}$ thông qua việc mua tài sản dài hạn. Cụ thể, chương trình sẽ hạ thấp $\bar{f}$ bằng cách giảm chênh lệch tín dụng thông qua việc mua chứng khoán tư nhân và cũng bằng cách giảm lãi suất dài hạn thông qua việc mua trái phiếu chính phủ dài hạn. Như chúng ta đã thấy, với lãi suất chính sách ở giới hạn thấp hơn bằng 0, $\bar{f}$ thấp hơn sẽ dẫn đến lãi suất thực tế thấp hơn cho các khoản đầu tư, do đó dịch chuyển đường tổng cầu sang phải, sang AD_2 trong Hình 16.

Thứ hai, mục tiêu lạm phát được định vị cao hơn, và quan trọng hơn là cam kết mạnh mẽ hơn của Kuroda để đạt được mục tiêu này, sẽ làm tăng lạm phát kỳ vọng và do đó chuyển đường tổng cung ngắn hạn sang AS_2. Như chúng ta có thể thấy trong Hình 16, nền kinh tế sau đó sẽ chuyển sang điểm 2, cả sản lượng và lạm phát đều tăng.

Nói cách khác, đòn tấn công hai mũi của chính sách tiền tệ mới sẽ vừa hạ lãi suất thực cho các khoản đầu tư trực tiếp thông qua chương trình mua tài sản, vừa trực tiếp làm tăng

MyLab Economics Bài giảng Mini



HÌNH 16 Phản ứng trước sự thay đổi chính sách tiền tệ của Nhật Bản năm 2013

Chương trình mua tài sản sửa đổi của Ngân hàng Trung ương Nhật Bản hạ thấp $\bar{f}$, điều này làm giảm lãi suất thực của các khoản đầu tư ở mọi tỷ lệ lạm phát cho trước và dịch chuyển đường tổng cầu sang phải, từ AD_1 đến AD_2. Kỳ vọng lạm phát gia tăng làm cho đường tổng cung ngắn hạn dịch chuyển từ AS_1 lên AS_2. Nền kinh tế chuyển sang điểm 2, với sản lượng và lạm phát lần lượt tăng lên Y_2 và π_2.

kỳ vọng lạm phát, tạo ra thêm một nhân tố có thể làm giảm lãi suất thực. Cả hai cơ chế này sau đó sẽ hoạt động để thúc đẩy mở rộng kinh tế và thoát khỏi tình trạng giảm phát mà người Nhật đã trải qua trong 15 năm trước đó. Mặc dù chiến lược chính sách mới này đã giúp tăng lạm phát của Nhật Bản lên trên 0 và dẫn đến giảm tỷ lệ thất nghiệp, nhưng nó đã không thành công trong việc nâng lạm phát của Nhật Bản lên mục tiêu 2%. Thất bại này cho thấy việc nâng cao kỳ vọng lạm phát một khi xảy ra một thời kỳ giảm phát kéo dài là khó khăn tới mức nào. ◆

TÓM LƯỢC

1. Đối với cú sốc tổng cầu và cú sốc cung vĩnh viễn, mục tiêu ổn định giá cả và ổn định hoạt động kinh tế là nhất quán: Ổn định lạm phát ổn định hoạt động kinh tế, kể cả trong ngắn hạn. Tuy nhiên, đối với những cú sốc cung tạm thời, cần có sự đánh đổi giữa ổn định lạm phát và ổn định hoạt động kinh tế trong ngắn hạn. Tuy nhiên, về lâu dài, không có mâu thuẫn giữa ổn định lạm phát và ổn định hoạt động kinh tế.
2. Những người theo phái chủ động coi cơ chế tự điều chỉnh, hoạt động thông qua việc điều chỉnh tiền lương và giá cả, là quá chậm và do đó cảm thấy rằng chính phủ nên theo đuổi chính sách tích cực, phù hợp để giải quyết tình trạng thất nghiệp cao khi nó phát triển. Ngược lại, những người theo phái phi chủ động tin rằng cơ chế tự điều chỉnh hoạt động nhanh chóng và do đó chủ trương rằng chính phủ nên tránh thực hiện các chính sách tích cực nhằm xóa bỏ thất nghiệp.
3. Quan điểm của Milton Friedman rằng lạm phát trong dài hạn luôn luôn và ở mọi nơi là một hiện tượng tiền tệ được hỗ trợ bởi phân tích tổng cầu và tổng cung: Phân tích cho thấy rằng các nhà hoạch định chính sách tiền tệ có thể định vị vào bất kỳ mục tiêu tỷ lệ lạm phát nào trong thời gian dài thông qua chính sách tiền tệ tự định, sử dụng công cụ chính sách lãi suất quỹ liên bang để thay đổi mức tổng cầu và do đó điều chỉnh tỷ lệ lạm phát cân bằng.
4. Hai loại lạm phát có thể là kết quả của một chính sách bình ổn của những người theo phái chủ động nhằm thúc đẩy việc làm cao: lạm phát chi phí đẩy, gây ra bởi cú sốc cung âm hoặc do người lao động đẩy lương cao hơn mức được chứng minh bởi năng suất tăng; và lạm phát cầu kéo, xảy ra khi các nhà hoạch định chính sách theo đuổi mục tiêu sản lượng và việc làm cao thông qua các chính sách làm tăng tổng cầu. Cả lạm phát cầu kéo và chi phí đẩy đều dẫn đến Đại lạm phát xảy ra ở Hoa Kỳ từ năm 1965 đến năm 1982.
5. Khi lãi suất chính sách danh nghĩa chạm mức giới hạn dưới bằng 0, đường tổng cầu trở nên dốc lên, có nghĩa là cơ chế tự điều chỉnh để đưa nền kinh tế trở lại trạng thái toàn dụng không còn hoạt động. Ở mức giới hạn dưới bằng 0, để tăng sản lượng và lạm phát, các cơ quan quản lý tiền tệ phải chuyển sang ba loại chính sách phi truyền thống gồm: bổ sung thanh khoản, mua tài sản (thường được gọi là nới lỏng định lượng) và quản lý kỳ vọng.

THUẬT NGỮ QUAN TRỌNG

phái chủ động, 567
lạm phát chi phí đẩy, 570
độ trễ dữ liệu, 567
lạm phát cầu kéo, 570
sự trùng hợp thần thánh, 562
độ trễ hiệu quả, 568
độ trễ triển khai, 568
chênh lệch lạm phát, 559
mục tiêu lạm phát, 559
Người theo trường phái Keynes, 567
độ trễ lập pháp, 567
phái phi chủ động, 567
độ trễ nhận dạng, 567

CÂU HỎI

Tất cả các câu hỏi đều có trong **MyLab Economics** *tại* www.pearson.com/mylab/economics.

1. Khi chúng ta nói rằng chênh lệch lạm phát là âm, điều đó nghĩa là gì?
2. "Nếu chi tiêu tự định giảm, ngân hàng trung ương nên giảm mục tiêu lạm phát để ổn định lạm phát." Tuyên bố này đúng, sai hay không chắc chắn? Giải thích câu trả lời của bạn.
3. Đối với mỗi cú sốc sau đây, hãy mô tả các nhà hoạch định chính sách tiền tệ sẽ phản ứng như thế nào (nếu có) để ổn định hoạt động kinh tế. Giả sử nền kinh tế bắt đầu ở trạng thái cân bằng dài hạn.

    a. Người tiêu dùng giảm tiêu dùng tự định.

    b. Ma sát tài chính giảm xuống.

    c. Chi tiêu của chính phủ tăng lên.

    d. Tăng thuế.

    e. Đồng nội tệ tăng giá.
4. Trong khủng hoảng tài chính toàn cầu, làm thế nào Fed có thể bù đắp sự gia tăng mạnh của các ma sát tài chính mà không thể hạ lãi suất hơn nữa? Kế hoạch của Fed có hiệu quả không?
5. Tại sao sự trùng hợp thần thánh lại đơn giản hóa công việc của các nhà hoạch định chính sách?
6. Tại sao những cú sốc cung âm tạm thời lại đặt ra tình thế khó xử cho các nhà hoạch định chính sách?
7. Cú sốc cung âm vĩnh viễn tệ hơn cú sốc cung âm tạm thời ở điểm nào?
8. Giả sử ba nền kinh tế chịu cùng một cú sốc cung âm tạm thời. Ở quốc gia A, ban đầu lạm phát tăng và sản lượng giảm; khi đó lạm phát tăng nhiều hơn và sản lượng tăng. Ở nước B, ban đầu lạm phát tăng và sản lượng giảm; thì cả lạm phát và sản lượng đều giảm. Ở nước C, ban đầu lạm phát tăng và sản lượng giảm; sau đó lạm phát giảm và cuối cùng sản lượng tăng. Mỗi quốc gia đã thực hiện kiểu tiếp cận bình ổn nào?
9. "Các nhà hoạch định chính sách sẽ không bao giờ phản ứng bằng cách ổn định sản lượng để đối phó với cú sốc cung dương tạm thời". Tuyên bố này đúng, sai hay không chắc chắn? Giải thích câu trả lời của bạn.
10. Việc các công ty phải mất một thời gian dài để vận hành các nhà máy và thiết bị mới là một minh họa cho vấn đề chính sách nào?
11. Tại Hoa Kỳ, nhiều nhà quan sát đã bình luận trong những năm gần đây về "tình trạng bế tắc chính trị ở Washington DC" và gọi Quốc hội là "Nghị viện chẳng làm gì". Điều này mô tả loại độ trễ chính sách nào?
12. Chính sách bình ổn có nhiều khả năng được tiến hành thông qua chính sách tiền tệ hay thông qua chính sách tài khóa? Tại sao?
13. "Nếu dữ liệu và độ trễ ghi nhận có thể được giảm bớt, chính sách của những người theo phái chủ động có thể sẽ có lợi hơn cho nền kinh tế." Tuyên bố này đúng, sai hay không chắc chắn? Giải thích câu trả lời của bạn.
14. Nếu cơ chế tự điều chỉnh của nền kinh tế hoạt động chậm, chính phủ có nhất thiết phải theo đuổi chính sách tùy nghi để loại bỏ thất nghiệp không? Tại sao hoặc tại sao không?
15. Vào đầu những năm 1970, năng suất bất ngờ giảm xuống khiến hầu hết các nhà kinh tế tin rằng sản lượng tiềm năng lớn hơn thực tế. Các nhà hoạch định chính sách có khả năng phản ứng như thế nào trong tình huống này, và bạn mong đợi kết quả như thế nào?
16. Trong cả những năm 1960 và 1970 ở Hoa Kỳ, lạm phát đều tăng đáng kể. Tuy nhiên, thất nghiệp diễn biến rất khác nhau trong hai thập kỷ. Tại sao thế này?
17. Với một đường tổng cung trong ngắn hạn tương đối dốc và tương đối bằng phẳng, đường cong nào sẽ hỗ trợ cho trường hợp của chính sách phi hoạt động? Tại sao?
18. "Bởi vì các nhà hoạch định chính sách của chính phủ không coi lạm phát là mong muốn, các chính sách của họ không thể là nguồn gốc của lạm phát." Tuyên bố này đúng, sai hay không chắc chắn? Giải thích câu trả lời của bạn.
19. Làm thế nào các cơ quan quản lý tiền tệ có thể nhắm mục tiêu mọi tỷ lệ lạm phát cho trước họ muốn?
20. Điều gì sẽ xảy ra nếu các nhà hoạch định chính sách tin tưởng một cách sai lầm rằng tỷ lệ thất nghiệp tự nhiên là 7% trong khi thực tế là 5% và do đó theo đuổi chính sách bình ổn?
21. Lạm phát cầu kéo có thể dẫn đến lạm phát chi phí đẩy như thế nào?
22. Làm thế nào để lãi suất chính sách chạm mức sàn bằng 0 dẫn đến đường tổng cầu dốc lên?
23. Tại sao cơ chế tự điều chỉnh lại ngừng hoạt động khi lãi suất chính sách chạm đến giới hạn dưới bằng 0?
24. Chính sách tiền tệ phi truyền thống có thể ảnh hưởng đến lãi suất thực của các khoản đầu tư theo những cách nào khi nền kinh tế đạt đến giới hạn dưới bằng 0? Chênh lệch tín dụng bị ảnh hưởng như thế nào?

BÀI TẬP ÁP DỤNG

Tất cả các bài tập áp dụng đều có trong **MyLab Economics** *tại* www.pearson.com/mylab/economics.

25. Giả sử chính quyền hiện tại quyết định giảm chi tiêu của chính phủ như một biện pháp cắt giảm thâm hụt ngân sách hiện có của chính phủ.

a. Sử dụng đồ thị của tổng cầu và cung, hãy chỉ ra những tác động của quyết định đó lên nền kinh tế trong ngắn hạn. Mô tả ảnh hưởng đến lạm phát và sản lượng.

b. Điều gì sẽ ảnh hưởng đến lãi suất thực, tỷ lệ lạm phát và mức sản lượng nếu Cục Dự trữ Liên bang quyết định ổn định tỷ lệ lạm phát?

26. Sử dụng biểu đồ tổng cầu và tổng cung để chứng minh độ trễ trong quy trình chính sách có thể dẫn đến những biến động không mong muốn về sản lượng và lạm phát.

27. Khi các nhà hoạch định chính sách tiền tệ quan tâm hơn đến ổn định lạm phát, độ dốc của đường tổng cầu trở nên phẳng hơn. Làm thế nào để kết quả thay đổi độ dốc của đường tổng cầu giúp ổn định lạm phát khi nền kinh tế bị ảnh hưởng bởi cú sốc cung cấp âm tạm thời? Điều này ảnh hưởng đến sản lượng như thế nào? Sử dụng biểu đồ tổng cầu và tổng cung để chứng minh.

28. Nhiều nước đang phát triển bị nạn tham nhũng hoành hành. Điều này giúp giải thích tại sao nền kinh tế của các quốc gia này thường có lạm phát cao và kinh tế trì trệ như thế nào? Sử dụng biểu đồ tổng cầu và tổng cung để chứng minh.

29. Năm 2003, khi nền kinh tế Hoa Kỳ cuối cùng dường như đã sẵn sàng thoát khỏi cuộc suy thoái đang diễn ra, Fed bắt đầu lo lắng về tình trạng "miếng vá tạm" trong nền kinh tế, đặc biệt là khả năng giảm phát. Do đó, Fed đã chủ động hạ lãi suất quỹ liên bang từ 1,75% vào cuối năm 2002 xuống 1% vào giữa năm 2003, mức lãi suất quỹ liên bang thấp nhất được ghi nhận cho đến thời điểm đó. Ngoài ra, Fed cam kết giữ lãi suất quỹ liên bang ở mức này trong một thời gian đáng kể. Chính sách này được coi là có tính mở rộng cao và bị một số người coi là có khả năng lạm phát và không cần thiết.

a. Làm thế nào nỗi sợ hãi về giới hạn dưới bằng 0 có thể biện minh cho một chính sách như vậy, ngay cả khi nền kinh tế không thực sự rơi vào suy thoái?

b. Trình bày tác động của các chính sách này đối với đường MP và đồ thị AD/AS. Hãy chắc chắn rằng các điều kiện ban đầu trong năm 2003 và tác động của chính sách đối với mối đe dọa giảm phát.

30. Giả sử rằng $\overline{f}$ được xác định bởi hai yếu tố: hoảng loạn tài chính và mua sắm tài sản.

a. Sử dụng đường MP và đồ thị AS/AD, hãy chỉ ra cách thức một cơn hoảng loạn tài chính đủ lớn có thể kéo nền kinh tế xuống dưới mức giới hạn dưới bằng 0 và rơi vào vòng xoáy giảm phát bất ổn.

b. Sử dụng đường MP và đồ thị AS/AD, hãy chỉ ra cách việc mua đủ số lượng tài sản có thể đảo ngược tác động của cuộc khủng hoảng tài chính được mô tả trong phần (a).

BÀI TẬP PHÂN TÍCH DỮ LIỆU

Các bài tập được cập nhật bằng dữ liệu thời gian thực trong MyLab Economics và có thể dùng để thực hành hoặc để làm bài tập lớn.

1. Vào ngày 19 tháng 1 năm 2017, Cục Dự trữ Liên bang đã phát hành tuyên bố sửa đổi về các mục tiêu dài hạn và chiến lược chính sách tiền tệ. Nó nêu rõ: "Ủy ban tái khẳng định nhận định của mình rằng lạm phát ở mức 2%, được đo bằng sự thay đổi hàng năm trong chỉ số giá đối với chi tiêu tiêu dùng cá nhân, là phù hợp nhất trong thời gian dài với nhiệm vụ theo luật định của Cục Dự trữ Liên bang" và rằng "ước tính trung bình của những người tham gia FOMC về tỷ lệ thất nghiệp bình thường trong dài hạn là 4,8%." Giả sử tuyên bố này ngụ ý rằng tỷ lệ thất nghiệp tự nhiên được cho là 4,8%. Truy cập cơ sở dữ liệu FRED của Cục Dự trữ Liên bang St. Louis và tìm dữ liệu về chỉ số giá chi tiêu cho tiêu dùng cá nhân (PCECTPI), tỷ lệ thất nghiệp (UNRATE), GDP thực tế (GDPC1) và tổng sản phẩm quốc nội tiềm năng thực tế (GDPPOT), một ước tính GDP tiềm năng. Đối với chỉ số giá, hãy điều chỉnh cài đặt đơn vị thành Percent Change From Year Ago". Tải dữ liệu xuống bảng tính.

a. Đối với bốn quý dữ liệu gần đây nhất, hãy tính toán chênh lệch lạm phát trung bình bằng cách sử dụng mục tiêu 2% do Fed tham chiếu. Tính giá trị

này là giá trị trung bình của chênh lệch lạm phát trong bốn quý.

b. Đối với bốn quý dữ liệu gần đây nhất, hãy tính chênh lệch sản lượng trung bình bằng cách sử dụng thước đo GDP và ước tính GDP tiềm năng. Tính khoảng chênh lệch dưới dạng % độ lệch của sản lượng so với mức sản lượng tiềm năng. Tính giá trị trung bình trong bốn phần tư dữ liệu có sẵn gần đây nhất.

c. Đối với dữ liệu trong 12 tháng gần đây nhất, hãy tính khoảng cách thất nghiệp trung bình, sử dụng 5,6% làm tỷ lệ thất nghiệp tự nhiên giả định. Dựa trên câu trả lời của bạn cho các phần (a) đến (c), sự trùng hợp thiêng liêng có áp dụng cho tình hình kinh tế hiện tại không? Tại sao hoặc tại sao không? Có gì không câu trả lời của bạn bao hàm sự về nguồn của những cú sốc đó đã ảnh hưởng đến nền kinh tế hiện nay? Giải thích cách ngắn gọn.

2. Truy cập cơ sở dữ liệu FRED của Cục Dự trữ Liên bang St. Louis và tìm dữ liệu về chỉ số giá chi tiêu tiêu dùng cá nhân (PCECTPI), tỷ lệ thất nghiệp (UNRATE) và ước tính tỷ lệ thất nghiệp tự nhiên (NROU). Đối với chỉ số giá, hãy điều chỉnh cài đặt đơn vị thành Percent Change From Year Ago". Đối với tỷ lệ thất nghiệp, hãy điều chỉnh cài đặt tần suất thành "Quartely". Chọn dữ liệu từ năm 2000 đến dữ liệu mới nhất hiện có, tải dữ liệu xuống và vẽ cả ba biến trên cùng một biểu đồ. Sử dụng đồ thị của bạn, xác định các giai đoạn chuyển động cầu kéo hoặc chi phí đẩy trong tỷ lệ lạm phát. Giải thích ngắn gọn lý do của bạn.

BÀI TẬP WEB

1. Có thể đây là một bài tập thú vị để so sánh sức mua của đồng đô la qua các thời kỳ khác nhau trong lịch sử. Truy cập https://www.bls.gov/data/inflation_ Calculator.htm để tìm công cụ tính lạm phát. Sử dụng máy tính này để trả lời các câu hỏi sau.

   a. Nếu một ngôi nhà mới có giá 125.000 đô la vào năm 2017, thì nó sẽ có giá bao nhiêu vào năm 1950?

   b. Thu nhập trung bình hàng năm của hộ gia đình vào năm 2017 là khoảng 50.000 đô la. Thu nhập này sẽ là bao nhiêu vào năm 1945?

   c. Một chiếc ô tô mới trung bình có giá khoảng 25.000 đô la vào năm 2017. Chiếc xe này sẽ có giá bao nhiêu vào năm 1945?

   d. Sử dụng kết quả của bạn từ các phần (b) và (c), việc mua một chiếc ô tô mới đã tiêu tốn nhiều hơn hay ít hơn thu nhập trung bình của một hộ gia đình trong năm 2017 so với năm 1945?

2. Cục Dự trữ Liên bang có danh sách các công cụ chính sách phi truyền thống được sử dụng để cung cấp thanh khoản tại https://www.federalreserve.gov/monetarypolicy/expiredtools.htm. Trong số những công cụ đó, công cụ nào được triển khai đầu tiên? Cái nào cuối cùng được sử dụng? Những công cụ nào được sử dụng chủ yếu cho các ngân hàng thương mại và những công cụ nào nhắm vào các công ty tài chính phi ngân hàng?

TRANG WEB THAM KHẢO

https://www.gpo.gov/fdsys/browse/collection.action?collectionCode=ERP

Báo cáo Kinh tế của Tổng thống báo cáo mức nợ và tổng sản phẩm quốc nội, cùng với nhiều số liệu thống kê kinh tế khác.

24 Vai trò của Kỳ vọng trong Chính sách Tiền tệ

Mục tiêu học tập

- Tóm tắt phê phán Lucas.
- So sánh và đối chiếu việc sử dụng các quy tắc chính sách với chính sách tùy nghi.
- Tóm tắt và minh họa những lợi ích của một ngân hàng trung ương đáng tin cậy.
- Xác định các cách thức mà các ngân hàng trung ương có thể dùng để thiết lập và duy trì độ tin cậy.

Giới thiệu

Sau Chiến tranh Thế giới thứ hai, các nhà kinh tế, được trang bị các mô hình như ta đã phát triển trong Chương 20–23, thấy rằng các chính sách tùy nghi có thể làm giảm mức độ nghiêm trọng của các biến động chu kỳ kinh doanh mà không tạo ra lạm phát. Trong những năm 1960 và 1970, các nhà kinh tế này đã có cơ hội đưa các chính sách của họ vào thực tế, nhưng kết quả không như họ đã dự đoán. Kết quả kinh tế trong thời kỳ đó hề lạc quan: Lạm phát tăng nhanh, tỷ lệ lạm phát thường trên 10%, và lượng người thất nghiệp tăng cao hơn so với những năm 1950.[1]

Trong những năm 1970 và 1980, các nhà kinh tế bao gồm Robert Lucas, nhà kinh tế đoạt giải Nobel của Đại học Chicago và Thomas Sargent của Đại học New York, đã sử dụng lý thuyết kỳ vọng hợp lý được thảo luận trong Chương 7 để tìm hiểu lý do tại sao hiệu quả của các chính sách tùy nghi lại kém như vậy. Phân tích của họ đặt ra nghi ngờ về việc liệu có thể sử dụng các mô hình kinh tế vĩ mô để đánh giá tác động tiềm tàng của chính sách và liệu chính sách có thể hiệu quả khi công chúng mong đợi rằng nó sẽ được thực thi hay không. Phân tích của Lucas và Sargent có những hàm ý mạnh mẽ đối với việc thực thi chính sách, vì thế, nó được coi là *cuộc cách mạng kỳ vọng hợp lý*.[2]

Chương này xem xét những phân tích nền tảng của cuộc cách mạng kỳ vọng hợp lý. Trước tiên, chúng ta bắt đầu với phê phán Lucas, chỉ ra rằng vì kỳ vọng là một phần quan trọng của hành vi kinh tế, nên dự đoán kết quả của một chính sách tùy nghi là việc rất khó. Sau đó, chúng ta thảo luận về tác động của kỳ vọng hợp lý đối với phân tích tổng cầu và tổng cung đã được phát triển trong Chương 22, và tìm hiểu lý thuyết đột phá này đã hình thành các mô hình hoạch định chính sách và các cuộc tranh luận hiện tại như thế nào.

PHÊ PHÁN CỦA LUCAS VỀ ĐÁNH GIÁ CHÍNH SÁCH

Các nhà kinh tế từ lâu đã sử dụng **các mô hình kinh tế lượng vĩ mô** để dự báo hoạt động kinh tế và đánh giá tác động tiềm tàng của các lựa chọn chính sách. Về bản chất, các mô hình là tập hợp các phương trình mô tả các mối quan hệ thống kê giữa nhiều biến số kinh tế. Các nhà kinh tế có thể cung cấp dữ liệu cho các mô hình như vậy, sau đó đưa ra dự báo hoặc dự đoán.

[1]Một số suy giảm có thể là do các cú sốc về nguồn cung trong các năm 1973–1975 và 1978–1980.

[2]Các nhà kinh tế học khác đã tích cực thúc đẩy cuộc cách mạng kỳ vọng hợp lý là Robert Barro của Đại học Harvard, Bennett McCallum của Đại học Carnegie-Mellon, người đoạt giải Nobel Edward Prescott của Đại học Bang Arizona và Neil Wallace của Đại học Bang Pennsylvania.

Trong bài báo nổi tiếng của mình "Phê phán đánh giá chính sách kinh tế lượng" (Econometric Policy Evaluation: A Critique), Robert Lucas đã thúc đẩy cuộc cách mạng kỳ vọng hợp lý bằng cách trình bày những lập luận phản bác dữ dội việc sử dụng các mô hình kinh tế lượng vĩ mô vào thời điểm đó để đánh giá chính sách.[3]

Đánh giá chính sách kinh tế lượng

Để hiểu lập luận của Lucas, trước tiên chúng ta phải hiểu cách thực hiện đánh giá chính sách kinh tế lượng. Ví dụ, giả sử Cục Dự trữ Liên bang muốn đánh giá những tác động tiềm tàng của những thay đổi trong lãi suất quỹ liên bang từ mức hiện tại, ví dụ, 5%. Sử dụng các phương pháp thông thường, các nhà kinh tế của Fed sẽ đưa các lựa chọn lãi suất cho vay khác nhau — ví dụ, 4% và 6% — vào phiên bản máy tính của một mô hình. Sau đó, mô hình sẽ dự đoán tỷ lệ thất nghiệp và lạm phát sẽ thay đổi như thế nào trong các kịch bản khác nhau. Sau đó, các nhà hoạch định sẽ lựa chọn chính sách mà mô hình dự đoán sẽ có kết quả tốt nhất.

Dựa trên lý thuyết kỳ vọng hợp lý, Lucas đã chỉ ra lập luận sai lầm trong cách tiếp cận này nếu mô hình không kết hợp các kỳ vọng hợp lý, và nó cũng đúng với mô hình kinh tế lượng vĩ mô được các nhà hoạch định chính sách sử dụng vào thời điểm đó: Khi chính sách thay đổi, kỳ vọng của công chúng cũng thay đổi theo. Ví dụ: nếu Fed tăng lãi suất quỹ liên bang lên 6%, hành động này có thể thay đổi cách công chúng hình thành kỳ vọng về đích đến của lãi suất trong tương lai. Những thay đổi kỳ vọng đó, như ta đã thấy, có thể ảnh hưởng thực sự đến hành vi và kết quả kinh tế. Tuy nhiên, các mô hình kinh tế lượng không tích hợp các kỳ vọng hợp lý sẽ bỏ qua các tác động của sự thay đổi kỳ vọng và do đó không đáng tin cậy để đánh giá các lựa chọn chính sách.

ỨNG DỤNG Cấu trúc kỳ hạn của lãi suất

Bây giờ hãy áp dụng lập luận của Lucas vào một ví dụ cụ thể chỉ với một phương trình thường thấy trong các mô hình kinh tế lượng: phương trình cấu trúc kỳ hạn. Phương trình này kết nối lãi suất dài hạn với các giá trị hiện tại và quá khứ của lãi suất ngắn hạn. Đây là một trong những phương trình quan trọng nhất trong các mô hình kinh tế lượng vĩ mô vì lãi suất dài hạn được cho là có tác động lớn hơn đến tổng cầu so với lãi suất ngắn hạn.

Trong Chương 6, chúng ta đã biết rằng lãi suất dài hạn có giá trị gần với mức trung bình của các lãi suất kỳ vọng ngắn hạn trong tương lai. Giả sử trong quá khứ, khi lãi suất ngắn hạn tăng, rồi sau đó nhanh chóng giảm trở lại; nghĩa là, bất kỳ sự gia tăng nào chỉ là tạm thời. Bởi vì lý thuyết kỳ vọng hợp lý cho thấy rằng bất kỳ sự gia tăng nào trong lãi suất ngắn hạn dự kiến chỉ là tạm thời, sự gia tăng như vậy chỉ có ảnh hưởng tối thiểu đến mức trung bình của lãi suất ngắn hạn dự kiến trong tương lai. Do đó, việc tăng lãi suất ngắn hạn chỉ làm tăng lãi suất dài hạn một lượng không đáng kể. Do đó, mối quan hệ cấu trúc kỳ hạn được ước tính bằng cách sử dụng dữ liệu trong quá khứ chỉ ra rằng những thay đổi trong lãi suất ngắn hạn sẽ chỉ ảnh hưởng yếu đến lãi suất dài hạn.

Giả sử Fed muốn đánh giá tác động lên nền kinh tế của một chính sách có khả năng đưa lãi suất ngắn hạn từ mức hiện tại là 5% lên mức cao hơn là 6% trong tương lai gần. Phương trình cấu trúc kỳ hạn, được ước tính bằng cách sử dụng dữ liệu trong quá khứ, chỉ ra rằng sẽ chỉ xảy ra một thay đổi nhỏ trong lãi suất dài hạn. Tuy nhiên, nếu công chúng kỳ

[3]Carnegie-Rochester Conference Series on Public Policy 1 (1976): 19–46.

vọng rằng lãi suất ngắn hạn sẽ vĩnh viễn tăng lên một mức cao hơn, thì lý thuyết kỳ vọng hợp lý chỉ ra rằng mọi người sẽ không còn kỳ vọng sự gia tăng lãi suất ngắn hạn là tạm thời. Thay vào đó, khi thấy lãi suất tăng lên 6%, họ sẽ kỳ vọng mức trung bình của lãi suất ngắn hạn trong tương lai sẽ tăng lên đáng kể, và do đó lãi suất dài hạn sẽ tăng lên khá nhiều chứ không phải chỉ ở mức tối thiểu như kết quả của phương trình cấu trúc kỳ hạn. Bạn có thể thấy rằng việc sử dụng mô hình kinh tế lượng để đánh giá kết quả tiềm tàng của việc thay đổi chính sách của Fed có thể dẫn đến thông tin có mức độ sai lệch cao.

Ứng dụng cấu trúc kỳ hạn cho thấy một khía cạnh khác của phê phán Lucas. Tác động của một chính sách cụ thể phụ thuộc rất nhiều vào kỳ vọng của công chúng về chính sách đó. Nếu công chúng kỳ vọng việc tăng lãi suất ngắn hạn chỉ là tạm thời, thì phản ứng của lãi suất dài hạn, như chúng ta đã thấy, sẽ không đáng kể. Tuy nhiên, nếu công chúng kỳ vọng sự gia tăng này lâu dài hơn, thì phản ứng của tỷ lệ dài hạn sẽ lớn hơn nhiều. ***Phê phán Lucas không những chỉ ra rằng các mô hình kinh tế lượng thông thường không thể được sử dụng để đánh giá chính sách mà còn chỉ ra kỳ vọng của công chúng về một chính sách sẽ ảnh hưởng đến phản ứng đối với chính sách đó.***

Phương trình cấu trúc kỳ hạn được thảo luận ở đây chỉ là một trong nhiều phương trình trong các mô hình kinh tế lượng mà phê phán Lucas có thể áp dụng. Trên thực tế, Lucas sử dụng các ví dụ về phương trình tiêu dùng và đầu tư trong bài báo của mình. Điểm hấp dẫn của ví dụ cấu trúc kỳ hạn là nó đề cập đến các kỳ vọng trong thị trường tài chính, một lĩnh vực của nền kinh tế mà bằng chứng thực chứng ủng hộ các kỳ vọng hợp lý mạnh hơn nhiều. Tuy nhiên, phê phán Lucas cũng có thể áp dụng cho các lĩnh vực của nền kinh tế tại đó lý thuyết kỳ vọng hợp lý gây tranh cãi nhiều hơn, bởi vì nguyên tắc cơ bản của phê phán Lucas không phải là kỳ vọng luôn hợp lý mà là sự hình thành kỳ vọng thay đổi khi hành vi của một biến được dự báo thay đổi. Nguyên tắc ít nghiêm ngặt hơn này được hỗ trợ bởi bằng chứng ở các lĩnh vực khác của nền kinh tế ngoài thị trường tài chính. •

THỰC THI CHÍNH SÁCH: QUY TẮC HAY TÙY NGHI?

Phê phán của Lucas cho thấy các mô hình chính sách mới cần phản ánh được bản chất của lý thuyết kỳ vọng hợp lý. Ở đây, chúng ta tìm hiểu hàm ý của phê bình đối với tranh luận kéo dài giữa các nhà kinh tế: liệu các nhà hoạch định chính sách tiền tệ có nên điều chỉnh chính sách của họ linh hoạt khi tình hình thay đổi hay không, hay liệu họ nên áp dụng **các quy tắc**, kế hoạch ràng buộc chỉ rõ chính sách sẽ phản ứng (hoặc không phản ứng) như thế nào với những dữ liệu cụ thể như thất nghiệp và lạm phát.

Sự tùy nghi và vấn đề tiền hậu bất nhất

Chúng ta nói rằng các nhà hoạch định chính sách hoạt động một cách **tùy nghi** khi họ không đưa ra cam kết về các hành động trong tương lai mà thay vào đó biến những gì họ tin tưởng vào thời điểm đó trở thành quyết định chính sách đúng đắn cho tình hình. Sự phức tạp xuất hiện khi các nhà hoạch định chính sách được trao quyền để định hình chính sách một cách "quyền biến". *Vấn đề tiền hậu bất nhất* được thảo luận trong Chương 16 cho thấy những hạn chế tiềm ẩn của chính sách tùy nghi. Hãy nhớ lại rằng vấn đề tiền hậu bất nhất là xu hướng đưa ra các quyết định ngắn hạn đi chệch khỏi các kế hoạch dài hạn tốt của các nhà hoạch định chính sách. Các nhà hoạch định chính sách luôn bị cám dỗ theo đuổi các chính sách mở rộng hơn so với những gì các doanh nghiệp hoặc mọi người mong đợi vì chính sách như vậy sẽ thúc đẩy sản lượng kinh tế (và giảm tỷ lệ thất nghiệp) trong ngắn hạn. Tuy nhiên, chính sách tốt nhất lại là *không* theo đuổi việc mở rộng, vì các

quyết định về tiền lương và giá cả phản ánh kỳ vọng của người lao động và doanh nghiệp về chính sách (là hàm ý của cuộc cách mạng kỳ vọng hợp lý). Ví dụ, khi người lao động và doanh nghiệp thấy một ngân hàng trung ương theo đuổi chính sách mở rộng tùy nghi, họ sẽ nhận ra rằng chính sách này có khả năng dẫn đến lạm phát cao hơn trong tương lai. Do đó, họ sẽ tăng kỳ vọng về lạm phát, khiến tiền lương và giá cả tăng lên. Việc tăng lương và giá cả sẽ dẫn đến lạm phát cao hơn nhưng có thể không dẫn đến sản lượng trung bình cao hơn.

Các nhà hoạch định chính sách sẽ quản lý lạm phát tốt hơn về lâu dài nếu họ không cố gắng gây ngạc nhiên cho mọi người bằng một chính sách mở rộng bất ngờ mà thay vào đó giữ lạm phát trong tầm kiểm soát. Một cách để làm điều này là từ bỏ sự tùy nghi và áp dụng các quy tắc để điều chỉnh việc hoạch định chính sách.

Các loại quy tắc

Ngược lại với sự tùy nghi, các quy tắc về cơ bản là tự động. Một loại quy tắc nổi tiếng, được Milton Friedman và những người theo ông, những người được gọi là **các nhà trọng tiền** ủng hộ, là **quy tắc tỷ lệ tăng trưởng tiền không đổi**, theo đó các nhà hoạch định chính sách giữ cho cung tiền tăng với tốc độ không đổi bất kể trạng thái của nền kinh tế như thế nào. Những người theo trường phái trọng tiền khác, chẳng hạn như Bennett McCallum và Alan Meltzer, đã đề xuất các biến thể của quy tắc này cho phép điều chỉnh tốc độ tăng cung tiền theo sự thay đổi về vận tốc, bằng thu nhập danh nghĩa chia cho lượng tiền, thường là không ổn định trong ngắn hạn. Các quy tắc kiểu này được coi là thụ động vì chúng không "phản ứng" với các điều kiện kinh tế. Những người theo trường phái tiền tệ ủng hộ các quy tắc kiểu này vì họ tin rằng tiền là nguồn gốc duy nhất của biến động trong tổng cầu và độ trễ lâu dài và không ổn định trong tác động của chính sách tiền tệ sẽ dẫn đến sự biến động lớn hơn trong hoạt động kinh tế và lạm phát nếu các chính sách chủ động ứng phó với thất nghiệp (như thảo luận trong Chương 23).

Ngược lại, các quy tắc của trường phái chủ động chỉ rõ rằng chính sách tiền tệ nên phản ứng với mức sản lượng cũng như lạm phát. Quy tắc nổi tiếng nhất của loại này là *quy tắc Taylor*, được thảo luận trong Chương 16. Nó chỉ rõ rằng Fed nên ấn định mục tiêu lãi suất quỹ liên bang của mình bằng cách sử dụng công thức tính tới cả chênh lệch sản lượng $(Y - Y^P)$ và chênh lệch lạm phát $(\pi - \pi^T)$.

Lập luận ủng hộ các quy tắc

Như đã đề xuất trong thảo luận về vấn đề tiền hậu bất nhất, chính sách tiền tệ tùy nghi có thể dẫn đến kết quả kinh tế kém. Nếu các nhà hoạch định chính sách tiền tệ vận hành một cách tùy nghi, họ sẽ bị cám dỗ để theo đuổi các chính sách tiền tệ mở rộng quá mức sẽ thúc đẩy việc làm trong ngắn hạn nhưng lại tạo ra lạm phát cao hơn (nhưng việc làm thì không) trong dài hạn. Cam kết với một quy tắc chính sách như quy tắc Taylor hoặc quy tắc tỷ lệ tăng trưởng tiền không đổi giải quyết vấn đề tiền hậu bất nhất bởi vì các nhà hoạch định chính sách buộc phải tuân theo một kế hoạch đã đặt ra không cho phép họ thực hiện theo ý mình và do đó ngăn họ đánh đổi ngắn hạn giữa lạm phát và việc làm. Với sự ràng buộc của một quy tắc chính sách, các nhà hoạch định chính sách có thể đạt được những kết quả mong muốn trong dài hạn.

Một lập luận khác ủng hộ các quy tắc cho rằng đơn giản là không thể tin tưởng được các nhà hoạch định chính sách và chính trị gia để đưa ra các quyết định đúng đắn. Tác phẩm đồ sộ của Milton Friedman và Anna Schwartz, *Lịch sử Tiền tệ Hoa Kỳ*,[4] ghi lại nhiều

[4]Milton Friedman and Anna Jacobson Schwartz, A Monetary History of the United States, 1867–1960 (Princeton, NJ: Princeton University Press, 1963).

Đọc thêm Chu kỳ kinh doanh chính trị và Richard Nixon

Bạn có thể đã biết Richard Nixon và các trợ lý của ông đã thực hiện một số hành động khác thường để đảm bảo chiến thắng vang dội trong cuộc bầu cử tổng thống năm 1972, chẳng hạn như đột nhập vào văn phòng của các đối thủ chính trị tại khách sạn Watergate*. Những hành động tương tự trên mặt trận kinh tế trước cuộc bầu cử thì ít được biết tới hơn. Trước cuộc bầu cử năm 1972, chính quyền Nixon đã áp đặt các biện pháp kiểm soát tiền lương và giá cả đối với nền kinh tế, khiến tỷ lệ lạm phát tạm thời hạ thấp. Sau cuộc bầu cử, chính những hành động đó đã góp phần làm tăng lạm phát. Nixon cũng theo đuổi chính sách tài khóa mở rộng bằng cách cắt giảm thuế. Và có tin đồn rằng Chủ tịch Cục Dự trữ Liên bang vào thời điểm đó, Arthur Burns, đã không chịu nổi áp lực trực tiếp từ Nixon để duy trì lãi suất thấp cho đến ngày bầu cử. Hậu quả rất tồi tệ. Nền kinh tế phát triển quá nóng và lạm phát đã tăng lên hơn 10% vào cuối những năm 1970, được thúc đẩy bởi các cú sốc cung âm trong thời kỳ đó (xem Chương 22).

Sự kiện Nixon khiến các nhà kinh tế và nhà khoa học chính trị đưa ra giả thuyết rằng các chính trị gia sẽ thực hiện các hành động để khiến bản thân đẹp hơn trong những năm bầu cử. Cụ thể, theo lý thuyết, họ sẽ kích thích nền kinh tế trước cuộc bầu cử, với hy vọng tạo ra sự bùng nổ và tỷ lệ thất nghiệp thấp, những kết quả sẽ làm tăng cơ hội bầu cử của họ. Rất tiếc, kết quả của những hành động này sẽ là lạm phát cao hơn chờ đợi phía sau, điều này sẽ đòi hỏi các chính sách điều chỉnh để kiểm soát lạm phát, dẫn đến suy thoái trong tương lai. Những thăng trầm sau đó của nền kinh tế sẽ là kết quả trực tiếp của các mưu đồ chính trị và do đó có thể được mô tả như một chu kỳ kinh doanh chính trị. Mặc dù giai đoạn Nixon cho thấy sự tồn tại của một chu kỳ kinh doanh chính trị, nghiên cứu đã không dẫn đến câu trả lời dứt khoát về việc liệu hiện tượng này có phải là một hiện tượng chung hay không.*

*Bài báo đưa ra nghiên cứu về chu kỳ kinh doanh chính trị là William Nordhaus, "The Political Business Cycle," Review of Economic Studies 42 (1975): 169–190.

* Vụ bê bối Watergate là một trong những sự kiện kinh điển trong lịch sử chính trị Hoa Kỳ, khi chính quyền Nixon đã tìm cách ngăn chặn FBI công bố kết quả điều tra vụ đột nhập văn phòng của Đảng Dân chủ đối lập do chính đội ngũ thân cận của Nixon chỉ đạo. Sau khi bị phanh phui, Nixon đã phải từ chức năm 1974 để tránh bị Quốc Hội phế truất.

trường hợp mà Cục Dự trữ Liên bang đã mắc những sai lầm chính sách nghiêm trọng, và điều tồi tệ nhất đã xảy ra trong Đại Khủng hoảng, khi Fed chỉ đứng nhìn và để cho hệ thống ngân hàng và nền kinh tế sụp đổ (Chương 12 thảo luận về các hành động của Fed trong thời kỳ đó). Những người ủng hộ lập luận này tin rằng các chính trị gia đưa ra chính sách tài khóa không đáng tin vì họ có nhiều động lực thực thi các chính sách sẽ giúp họ giành chiến thắng trong cuộc bầu cử tiếp theo. Do vậy, nhiều khả năng họ sẽ tập trung để tăng việc làm trong ngắn hạn mà không lo lắng rằng hành động của mình có thể dẫn đến lạm phát cao hơn nữa. Sự ưa thích các chính sách mở rộng như vậy có thể dẫn đến **chu kỳ kinh doanh chính trị**, trong đó chính sách tài khóa và tiền tệ được mở rộng ngay trước các cuộc bầu cử, và lạm phát cao hơn sau đó. (Ví dụ: hãy xem hộp Đọc thêm "Chu kỳ kinh doanh chính trị và Richard Nixon.")

Lập luận ủng hộ sự tùy nghi

Mặc dù các quy tắc chính sách có những ưu điểm quan trọng, nhưng chúng cũng có những mặt hạn chế nghiêm trọng. Thứ nhất, các quy tắc có thể quá cứng nhắc vì chúng không thể tính đến mọi trường hợp bất thường. Ví dụ, hầu như không ai có thể dự đoán rằng các vấn đề trong một bộ phận nhỏ của hệ thống tài chính, hoạt động cho vay thế chấp dưới chuẩn, sẽ dẫn đến cuộc khủng hoảng tài chính tồi tệ nhất trong hơn 70 năm, với những tác động tàn khốc như vậy đối với nền kinh tế thế giới. Các hành động chưa từng có của Cục Dự trữ Liên bang trong cuộc khủng hoảng này để ngăn chặn nó gây ra suy thoái (được mô tả trong Chương 12 và 15) không thể được soạn thành một quy tắc chính sách trước đó. Do đó, khả năng hành động linh hoạt thông qua cơ chế tùy nghi có thể là yếu tố then chốt trong một chính sách tiền tệ thành công.

Vấn đề thứ hai đối với các quy tắc chính sách là không dễ dàng tích hợp vào đó công cụ hỗ trợ phán định. Chính sách tiền tệ là nghệ thuật và cũng là khoa học. Các nhà hoạch định chính sách tiền tệ phải xem xét nhiều loại thông tin để quyết định hướng đi tốt nhất cho chính sách tiền tệ và một số thông tin không hề dễ định lượng. Do đó, phán định là một yếu tố thiết yếu của chính sách tiền tệ tốt, và rất khó để viết thành quy tắc. Chỉ có thông qua cơ chế tùy nghi chính sách tiền tệ mới có thể đưa ra phán định.

Thứ ba, không ai thực sự biết mô hình đúng của nền kinh tế là gì, và vì vậy bất kỳ quy tắc chính sách nào dựa trên một mô hình cụ thể sẽ sai nếu mô hình đó có sai sót. Sự tùy nghi tránh được chiếc áo bó gắn chặt vào chính sách sai nếu mô hình được sử dụng cho quy tắc chính sách là kém.

Thứ tư, ngay cả khi mô hình là tốt, bất kỳ thay đổi cấu trúc nào trong nền kinh tế sẽ đòi hỏi những thay đổi trong các tham số của mô hình. Ví dụ, phê phán Lucas chỉ ra rằng sự thay đổi cơ cấu gây ra bởi những thay đổi trong chính sách có thể dẫn đến những thay đổi trong hệ số của các mô hình kinh tế lượng vĩ mô. Một ví dụ khác về thay đổi cơ cấu kinh tế xảy ra vào những năm 1980, khi mối quan hệ giữa các phép đo tiền tệ, chẳng hạn như M1 và M2, và tổng chi tiêu bị phá vỡ do kết quả của đổi mới tài chính. Tuân theo một quy tắc giả định tốc độ tăng trưởng không đổi ở một trong những tổng thể này sẽ tạo ra kết quả xấu. Điều này đã xảy ra ở Thụy Sĩ vào cuối những năm 1980 và đầu những năm 1990 khi việc tuân thủ một quy tắc giả định một tốc độ tăng trưởng cụ thể của tổng tiền tệ dẫn đến sự gia tăng lạm phát (như thảo luận trong hộp Toàn cầu "Sự sụp đổ của mục tiêu tiền tệ ở Thụy Sĩ"). Sự tùy nghi cho phép các nhà hoạch định thay đổi các thiết lập chính sách khi một nền kinh tế trải qua những thay đổi về cơ cấu.

Tùy nghi có giới hạn

Trò chơi kéo co giữa quy tắc và tùy nghi đã ảnh hưởng mạnh mẽ đến các cuộc tranh luận học thuật về chính sách tiền tệ trong nhiều thập kỷ. Nhưng nghiêng hẳn về một bên có lẽ

Toàn cầu — Sự sụp đổ của mục tiêu tiền tệ ở Thụy Sĩ

Năm 1975, Ngân hàng Quốc gia Thụy Sĩ (ngân hàng trung ương của Thụy Sĩ) đã thông qua mục tiêu tiền tệ, công bố mục tiêu tốc độ tăng trưởng cho tổng tiền tệ M1. Năm 1980, Thụy Sĩ chuyển mục tiêu tốc độ tăng trưởng của họ sang một phép đo tiền tệ thậm chí còn hẹp hơn, đó là cơ sở tiền tệ. Mặc dù tiền tệ mục tiêu đã khá thành công ở Thụy Sĩ trong nhiều năm, nền kinh tế Thụy Sĩ đã gặp phải những vấn đề nghiêm trọng với sự ra đời của hệ thống thanh toán liên ngân hàng mới, Hệ thống thanh toán liên ngân hàng Thụy Sĩ (SIC- Swiss Interbank Clearing) và việc sửa đổi trên diện rộng các yêu cầu thanh khoản của các ngân hàng thương mại vào năm 1988. Những thay đổi về cơ cấu này đã làm sụt giảm nghiêm trọng mong muốn nắm giữ tiền gửi của các ngân hàng tại Ngân hàng Quốc gia Thụy Sĩ, và những khoản nắm giữ này là thành phần chính của cơ sở tiền tệ. Bây giờ chỉ cần một lượng nhỏ hơn cơ sở tiền tệ để thực hiện các giao dịch, làm thay đổi mối quan hệ giữa cơ sở tiền tệ và tổng chi tiêu, và do đó, tốc độ tăng trưởng mục tiêu 2% cho cơ sở tiền tệ đột nhiên quá rộng. Lạm phát sau đó đã tăng lên hơn 5%, cao hơn nhiều so với các nước châu Âu khác.

Tỷ lệ lạm phát cao gây kinh hoàng cho người Thụy Sĩ, những người luôn tự hào về việc duy trì một môi trường lạm phát thấp ngay cả khi phần còn lại của châu Âu không thể. Những vấn đề này với tiền tệ mục tiêu đã khiến người Thụy Sĩ từ bỏ nó vào những năm 1990 và áp dụng một khuôn khổ linh hoạt hơn nhiều để thực hiện chính sách tiền tệ.*

*Để tìm hiểu thêm về định vị mục tiêu tiền tệ ở Thụy Sĩ, đọc Chương 4 của Ben S. Bernanke, Thomas Laubach, Frederic S. Mishkin, and Adam S. Posen, Inflation Targeting: Lessons from the International Experience (Princeton, NJ: Princeton University Press, 1999).

là quá cứng nhắc. Như chúng ta đã thấy, cả quy tắc và tùy nghi đều có vấn đề, và do đó, sự phân định giữa quy tắc và tùy nghi có lẽ là quá đơn giản trước thực tế mà các nhà hoạch định chính sách kinh tế vĩ mô phải đối mặt. Quyền tùy nghi có thể nhìn theo các cấp độ. Tùy nghi có thể là một cách tiếp cận tương đối vô kỷ luật dẫn đến các chính sách thay đổi theo quan điểm cá nhân của các nhà hoạch định chính sách hoặc theo xu hướng chính trị, hoặc nó có thể hoạt động trong một khuôn khổ rõ ràng hơn, trong đó các mục tiêu và chiến thuật chung của các nhà hoạch định chính sách được cam kết trước, mặc dù các hành động cụ thể thì không. Ben Bernanke, cựu chủ tịch Cục Dự trữ Liên bang, cùng với tác giả của cuốn sách này, đã đặt ra một cái tên cho loại khuôn khổ này: **tùy nghi có giới hạn.**[5] Tùy nghi có giới hạn đặt ra một cấu trúc khái niệm và kỷ luật cố hữu đối với các nhà hoạch định chính sách, nhưng không loại bỏ tất cả sự linh hoạt. Nó kết hợp một số lợi thế của các quy tắc với những lợi thế của sự tùy nghi.

VAI TRÒ CỦA ĐỘ TIN CẬY VÀ ĐIỂM NEO DANH NGHĨA

Một cách quan trọng để hạn chế sự tùy nghi, như đã thảo luận trong Chương 16, là cam kết một *điểm neo danh nghĩa,* là một biến danh nghĩa - chẳng hạn như tỷ lệ lạm phát, cung tiền hoặc tỷ giá hối đoái – giữ mức giá hoặc lạm phát cố định để đạt được giá cả ổn định. Ví dụ: nếu một ngân hàng trung ương có mục tiêu rõ ràng cho tỷ lệ lạm phát - giả sử là 2% - và thực hiện các bước để đạt được mục tiêu này, thì mục tiêu lạm phát sẽ trở thành một điểm neo danh nghĩa. Ngoài ra, một chính phủ có thể cam kết một tỷ giá hối đoái cố định giữa đồng tiền của mình và đồng tiền khác như đồng đô la và sử dụng tỷ giá này làm điểm neo danh nghĩa của mình. Nếu cam kết đối với một điểm neo danh nghĩa có **độ tin cậy** - nghĩa là nó được công chúng tin tưởng - thì nó có nhiều lợi ích quan trọng

Lợi ích của một neo danh nghĩa đáng tin cậy

Đầu tiên, một điểm neo danh nghĩa đáng tin cậy có các yếu tố của quy tắc hành vi. Cũng giống như các quy tắc giúp ngăn vấn đề tiền hậu bất nhất trong việc nuôi dạy con cái bằng cách giúp người lớn chống lại việc theo đuổi chính sách nhượng bộ tùy nghi, một điểm neo danh nghĩa có thể giúp khắc phục vấn đề tiền hậu bất nhất bằng cách đưa ra những hạn chế dự kiến đối với chính sách tùy nghi. Ví dụ, nếu các nhà hoạch định chính sách tiền tệ cam kết đạt được một mục tiêu lạm phát cụ thể - ví dụ, tỷ lệ lạm phát 2% - thì họ biết rằng họ sẽ phải chịu sự giám sát và chỉ trích của công chúng nếu họ không đạt mục tiêu này hoặc theo đuổi các chính sách rõ ràng không phù hợp với mục tiêu này, chẳng hạn như mục tiêu lãi suất quá thấp. Bởi vì các nhà hoạch định chính sách muốn tránh sự khó xử và các vấn đề pháp lý, họ sẽ đỡ bị cám dỗ theo đuổi các chính sách mở rộng quá mức, tùy nghi trong ngắn hạn, không phù hợp với cam kết của họ đối với điểm neo danh nghĩa.

Thứ hai, một cam kết đáng tin cậy đối với một điểm neo danh nghĩa giúp giữ vững kỳ vọng lạm phát, dẫn đến những biến động nhỏ hơn trong lạm phát. Cam kết như vậy góp phần ổn định giá cả và cũng giúp ổn định sản lượng chung. Do đó, độ tin cậy của cam kết đối với một điểm neo danh nghĩa là một yếu tố quan trọng giúp chính sách tiền tệ đạt được cả hai mục tiêu là ổn định giá cả và ổn định hoạt động kinh tế. Nói cách khác, một điểm neo danh nghĩa đáng tin cậy giúp thực hiện chính sách tiền tệ hiệu quả hơn.

[5]Đọc Ben S. Bernanke and Frederic S. Mishkin, "Inflation Targeting: A New Framework for Monetary Policy?" Journal of Economic Perspectives 11 (Spring 1997): 97–116.

Chúng ta sẽ sử dụng khung lý thuyết tổng cầu và tổng cung để phân tích lý do tại sao một điểm neo danh nghĩa đáng tin cậy lại giúp tạo ra kết quả mong muốn này. Trước tiên, chúng ta sẽ xem xét hiệu quả của chính sách bình ổn khi nó phản ứng với cú sốc tổng cầu, và sau đó chúng ta sẽ xem xét hiệu quả của nó khi nó phản ứng với cú sốc tổng cung. Chúng ta cũng sẽ xem xét những lợi ích của độ tin cậy đối với chính sách chống lạm phát.

Độ tin cậy và những cú sốc tổng cầu

Bây giờ chúng ta xem xét tầm quan trọng của độ tin cậy trong ngắn hạn khi xuất hiện các cú sốc cầu dương và âm.

Cú sốc cầu dương Trước tiên, hãy xem điều gì sẽ xảy ra trong ngắn hạn khi cú sốc tổng cầu dương xảy ra. Ví dụ, giả sử các doanh nghiệp đột nhiên nhận được thông tin mới khiến họ lạc quan hơn về tương lai, và do đó họ tăng chi tiêu đầu tư. Kết quả của cú sốc cầu dương này là đường tổng cầu dịch chuyển sang phải từ AD_1 sang AD_2, chuyển nền kinh tế từ điểm 1 đến điểm 2 trong bảng (a) của Hình 1. Tổng sản lượng tăng lên Y_2 và lạm phát tăng trên mục tiêu lạm phát π^T thành π_2. Như chúng ta đã thấy trong Chương 23, phản ứng thích hợp, nếu các cơ quan quản lý tiền tệ muốn ổn định lạm phát và hoạt động kinh tế, là thắt chặt chính sách tiền tệ và dịch chuyển đường tổng cầu ngắn hạn xuống AD_1 để đưa nền kinh tế trở lại điểm 1. Tuy nhiên, do độ trễ dài giữa các hành động chính sách tiền tệ và tác động của chúng đến tổng cầu, nên sẽ mất một thời gian trước khi đường tổng cầu ngắn hạn dịch chuyển trở lại AD_1.

Bây giờ hãy xem điều gì sẽ xảy ra với đường tổng cung ngắn hạn. Hãy nhớ lại từ Chương 22 rằng đường tổng cung ngắn hạn có thể được biểu diễn như sau:

$$\pi = \pi^e + \gamma(Y - Y^P) + \rho$$

lạm phát = lạm phát kỳ vọng + γ X chênh lệch sản lượng + sốc lạm phát

Nếu cam kết điểm neo danh nghĩa là đáng tin cậy, thì tỷ lệ lạm phát kỳ vọng của công chúng sẽ không thay đổi và đường tổng cung ngắn hạn sẽ vẫn ở mức AS_1. Do đó, lạm phát sẽ không lên cao quá π_2, và theo thời gian, khi đường tổng cầu ngắn hạn dịch chuyển ngược về AD_1, lạm phát sẽ giảm trở lại mục tiêu lạm phát π^T.

Nhưng nếu chính sách tiền tệ không đáng tin cậy thì sao? Công chúng sẽ lo rằng các cơ quan quản lý tiền tệ sẵn sàng chấp nhận lạm phát cao hơn ở π^T và không chịu đưa đường tổng cầu ngắn hạn quay trở lại AD_1 một cách nhanh chóng. Trong trường hợp này, sự kém tin cậy của các cơ quan quản lý tiền tệ sẽ khiến lạm phát dự kiến π^e tăng lên và do đó, đường tổng cung ngắn hạn sẽ tăng lên, chuyển từ AS_1 sang AS_3 và đưa nền kinh tế về điểm 3 trong ngắn hạn, nơi lạm phát đã tăng thêm lên π_3. Ngay cả khi các cơ quan quản lý tiền tệ thắt chặt chính sách tiền tệ và đưa đường tổng cầu trở lại AD_1, thì cũng đã muộn: Lạm phát đã tăng nhiều hơn mức có thể xảy ra nếu ngân hàng trung ương đáng tin cậy. Do đó, phân tích tổng cầu và tổng cung của chúng ta đưa ra kết luận sau: ***Độ tin cậy của chính sách tiền tệ có lợi cho việc ổn định lạm phát trong ngắn hạn khi đối mặt với các cú sốc cầu dương.***

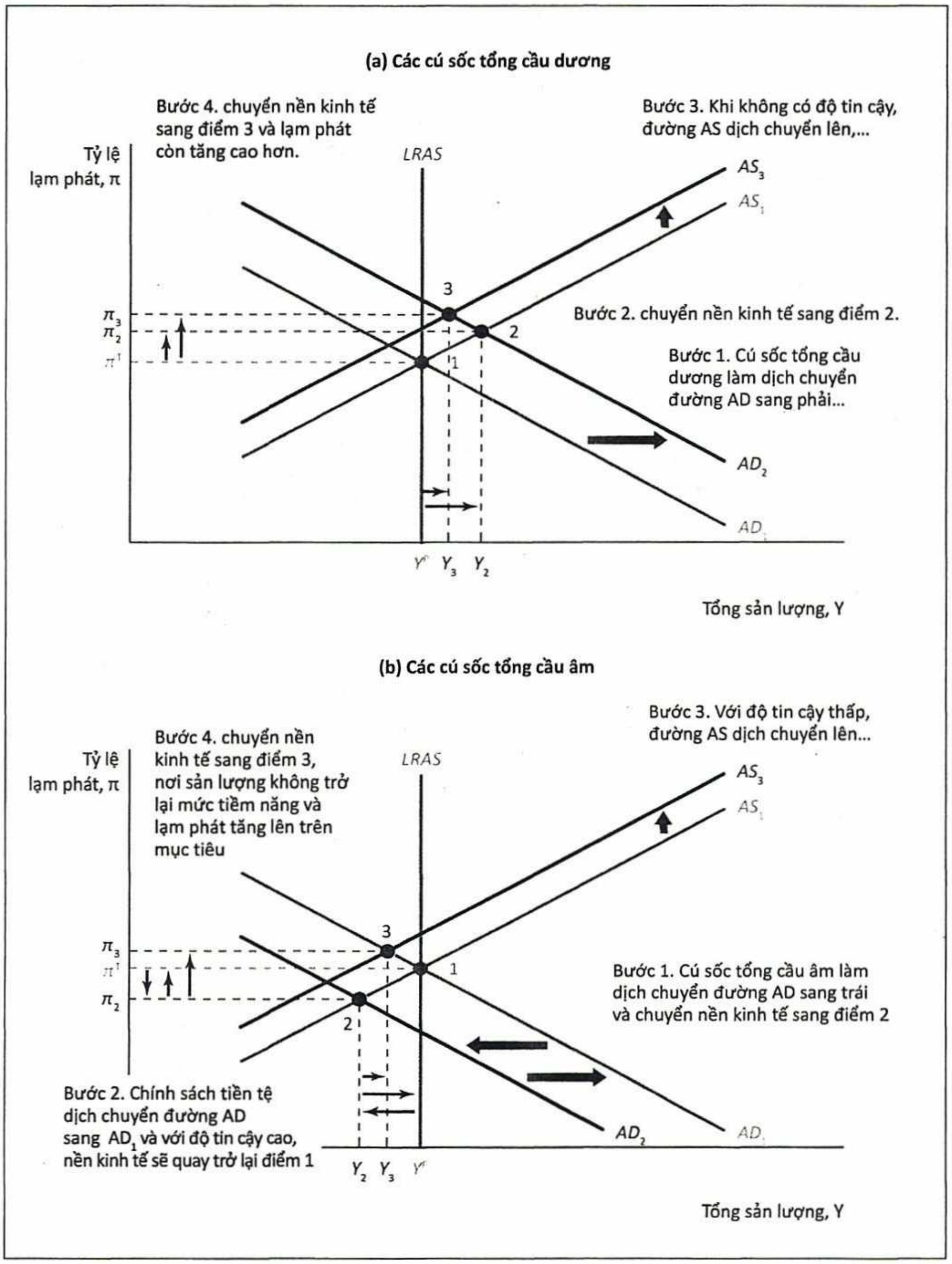
Cú sốc cầu âm Bảng (b) của Hình 1 minh họa một cú sốc cầu âm. Ví dụ: giả sử niềm tin của người tiêu dùng giảm xuống và chi tiêu của người tiêu dùng giảm. Đường tổng cầu dịch chuyển sang trái từ AD_1 sang AD_2, và nền kinh tế chuyển sang điểm 2 trong ngắn hạn, với tổng sản lượng giảm xuống Y_2, thấp hơn sản lượng tiềm năng Y^P và lạm phát giảm xuống π_2, thấp hơn mục tiêu π^T. Để ổn định sản lượng và lạm phát, ngân hàng trung ương sẽ nới lỏng chính sách tiền tệ để dịch chuyển đường tổng cầu trở lại AD_1. Nếu ngân hàng trung ương đáng tin cậy, lạm phát kỳ vọng sẽ không thay đổi, đường

MyLab Economics Bài giảng Mini

HÌNH 1

Độ tin cậy và các cú sốc tổng cầu

Trong bảng (a), các cú sốc tổng cầu dương làm tổng cầu dịch phải từ AD_1 đến AD_2, chuyển nền kinh tế từ điểm 1 đến điểm 2. Nếu chính sách tiền tệ là không đáng tin cậy, lạm phát dự kiến sẽ tăng và do đó đường tổng cung ngắn hạn sẽ tăng và dịch trái sang AS_3, đưa nền kinh tế đến điểm 3, với lạm phát tăng cao hơn nữa tới π_3. Trong bảng (b), cú sốc tổng cầu âm làm dịch chuyển đường tổng cầu sang trái từ AD sang AD_2 và nền kinh tế chuyển sang điểm 2. Nếu ngân hàng trung ương không đáng tin cậy, kỳ vọng lạm phát có thể tăng và đường tổng cung ngắn hạn sẽ tăng và chuyển sang trái đến AS. Việc nới lỏng chính sách tiền tệ sau đó sẽ chuyển nền kinh tế tới điểm 3, tổng sản lượng tại Y_3 vẫn thấp hơn sản lượng tiềm năng tại Y^P.



tổng cung ngắn hạn sẽ duy trì ở mức AS_1 và nền kinh tế sẽ quay trở lại điểm 1, sản lượng trở lại mức tiềm năng Y^P.

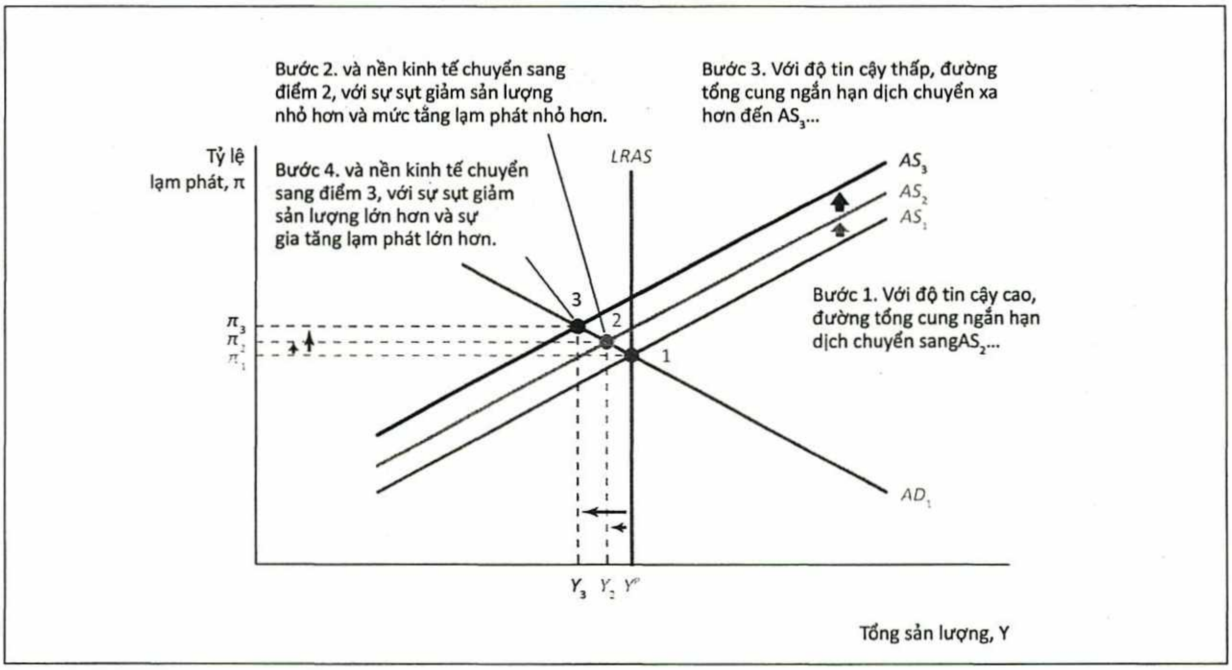
Tuy nhiên, nếu ngân hàng trung ương có độ tin cậy thấp thì sao? Khi công chúng thấy chính sách tiền tệ được nới lỏng, họ có thể lo ngại rằng ngân hàng trung ương đang bỏ rơi

cam kết điểm neo danh nghĩa của mình và có ý định theo đuổi chính sách lạm phát trong tương lai. Trong tình huống này, kỳ vọng lạm phát có thể tăng lên và do đó đường tổng cung ngắn hạn sẽ tăng lên AS_3, đưa nền kinh tế đến điểm 3, với tổng sản lượng sẽ chỉ tăng từ Y_2 lên Y_3, khiến sản lượng thấp hơn sản lượng tiềm năng Y^P. Khi đối mặt với cú sốc cầu âm, độ tin cậy thấp sẽ khiến sản lượng ở dưới mức sản lượng tiềm năng trong một thời gian dài hơn so với khi độ tin cậy cao. Chúng ta có kết quả bổ sung sau: ***Độ tin cậy của chính sách tiền tệ có lợi cho việc ổn định hoạt động kinh tế trong ngắn hạn khi đối mặt với những cú sốc cầu âm.***

Độ tin cậy và những cú sốc tổng cung

Bây giờ chúng ta hãy xem điều gì sẽ xảy ra trong Hình 2 nếu có một cú sốc tổng cung âm. Nếu giá năng lượng tăng, đường tổng cung ngắn hạn sẽ dịch chuyển lên trên và sang trái. Tuy nhiên, mức độ dịch chuyển của đường tổng cung sẽ tùy thuộc vào độ tin cậy của các cơ quan quản lý tiền tệ. Nếu độ tin cậy của điểm neo danh nghĩa là mạnh, kỳ vọng lạm phát sẽ không tăng, và do đó, sự dịch chuyển lên và sang trái của đường tổng cung ngắn hạn sang AS_2 sẽ nhỏ. Trong ngắn hạn, khi nền kinh tế chuyển sang điểm 2, sự gia tăng lạm

MyLab Economics Bài giảng Mini



HÌNH 2 Độ tin cậy và những cú sốc về tổng cung

Nếu độ tin cậy của chính sách tiền tệ cao, cú sốc tổng cung âm sẽ chỉ làm dịch chuyển đường tổng cung ngắn hạn về AS_2 và nền kinh tế sẽ chuyển sang điểm 2, nơi lạm phát tăng lên π_2 sẽ là nhỏ và sản lượng giảm đến Y_2 cũng sẽ nhỏ. Nếu độ tin cậy thấp, thì kỳ vọng lạm phát sẽ tăng lên đáng kể và sự dịch chuyển lên của đường tổng cung ngắn hạn sẽ lớn hơn nhiều, dịch chuyển đường cong lên trên và sang trái đến AS_3. Nền kinh tế sẽ chuyển sang điểm 3, với kết quả xấu hơn cho cả lạm phát và sản lượng - lạm phát sẽ cao hơn ở mức π_3 và sản lượng sẽ thấp hơn ở mức Y_3.

phát lên mức π_2 khi đó sẽ nhỏ và sản lượng giảm xuống mức Y_2 cũng sẽ nhỏ. Mặt khác, nếu cam kết của ngân hàng trung ương đối với điểm neo danh nghĩa được coi là yếu, thì kỳ vọng lạm phát sẽ tăng lên đáng kể và sự dịch chuyển lên và sang trái của đường tổng cung ngắn hạn sẽ lớn hơn nhiều, di chuyển đường cong lên AS_3. Bây giờ nền kinh tế sẽ chuyển sang điểm 3 trong ngắn hạn, với kết quả tồi tệ hơn cho cả lạm phát và sản lượng - lạm phát sẽ cao hơn ở mức π_3 và sản lượng sẽ thấp hơn ở mức Y_3. Chúng ta đưa ra kết luận sau: ***Độ tin cậy của chính sách tiền tệ có lợi ích là tạo ra kết quả tốt hơn cho cả lạm phát và sản lượng trong ngắn hạn khi đối mặt với các cú sốc cung âm.***

Các lợi ích lý thuyết của độ tin cậy khi nền kinh tế bị ảnh hưởng bởi cú sốc cung âm được xác nhận bởi dữ liệu, như được minh họa trong ứng dụng sau đây.

ỨNG DỤNG Câu chuyện về ba cú sốc giá dầu

Trong các năm 1973, 1979 và 2007, nền kinh tế Hoa Kỳ đã phải chịu những cú sốc cung lớn khi giá dầu tăng mạnh; tuy nhiên trong hai lần đầu lạm phát tăng mạnh, trong khi trong lần gần đây nhất, lạm phát tăng ít hơn nhiều, như chúng ta có thể thấy trong bảng (a) của Hình 3. Trong hai trường hợp đầu, độ tin cậy của chính sách tiền tệ rất yếu bởi vì nền kinh tế đang bị lạm phát cao và Fed không thể kiểm soát được. Ngược lại, khi cú sốc giá dầu lần thứ ba xảy ra vào năm 2007-2008, lạm phát ở mức thấp và ổn định trong một thời gian khá dài, và do đó Fed có độ tin cậy cao hơn về ý định giữ lạm phát trong tầm kiểm soát. Một lý do có thể giải thích tại sao cú sốc giá dầu lần thứ ba có tác động nhỏ hơn đến lạm phát là chính sách tiền tệ đáng tin cậy hơn vào thời điểm đó. Phân tích tổng cầu và tổng cung lý giải cho quan điểm này.

Trong hai giai đoạn đầu, cả cam kết điểm neo danh nghĩa và độ tin cậy của Fed đều yếu, các cú sốc về giá dầu sẽ tạo ra sự gia tăng kỳ vọng lạm phát và sự dịch chuyển tăng lên và sang trái của đường tổng cung ngắn hạn, tới AS_3 trong Hình 2. Do đó, phân tích tổng cầu và tổng cung dự đoán rằng hoạt động kinh tế sẽ có sự thu hẹp mạnh và lạm phát tăng mạnh. Đây là những gì chúng ta thấy trong bảng (a) và (b) của Hình 3. Nền kinh tế bị ảnh hưởng rất nghiêm trọng, với tỷ lệ thất nghiệp tăng lên trên 8% sau cú sốc giá dầu năm 1973 và 1979. Ngoài ra, lạm phát đã tăng vọt lên mức hai con số trong những giai đoạn này.

Trong giai đoạn 2007–2008, kết quả hoàn toàn khác. Với độ tin cậy chính sách cao hơn, được thiết lập trong nhiều năm, kỳ vọng lạm phát vẫn vững vàng khi cú sốc giá dầu xảy ra. Kết quả là, đường tổng cung ngắn hạn dịch chuyển lên trên và sang trái ít hơn nhiều, chỉ tới AS_2 trong Hình 2. Phân tích tổng cầu và tổng cung dự đoán rằng mức tăng lạm phát nhỏ hơn nhiều do cú sốc cung âm và rằng sự thu hẹp trong hoạt động kinh tế cũng sẽ ít hơn. Đây chính là những gì đã diễn ra cho đến khi cuộc khủng hoảng tài chính toàn cầu bước vào giai đoạn mạnh mẽ vào mùa thu năm 2008. Lạm phát tăng ít hơn nhiều so với các giai đoạn trước, và nền kinh tế vẫn duy trì khá tốt cho đến khi cuộc khủng hoảng tài chính thảm khốc diễn ra vào tháng 10 năm 2008 (xem Chương 12). Chỉ sau đó, nền kinh tế mới rơi vào tình trạng khó khăn, nhưng rõ ràng sự suy giảm kinh tế này không phải là kết quả của cú sốc cung âm. Lạm phát thực sự đã giảm khá mạnh, cho thấy rằng một cú sốc cầu âm lớn là nguồn gốc của sự suy giảm mạnh trong hoạt động kinh tế. •

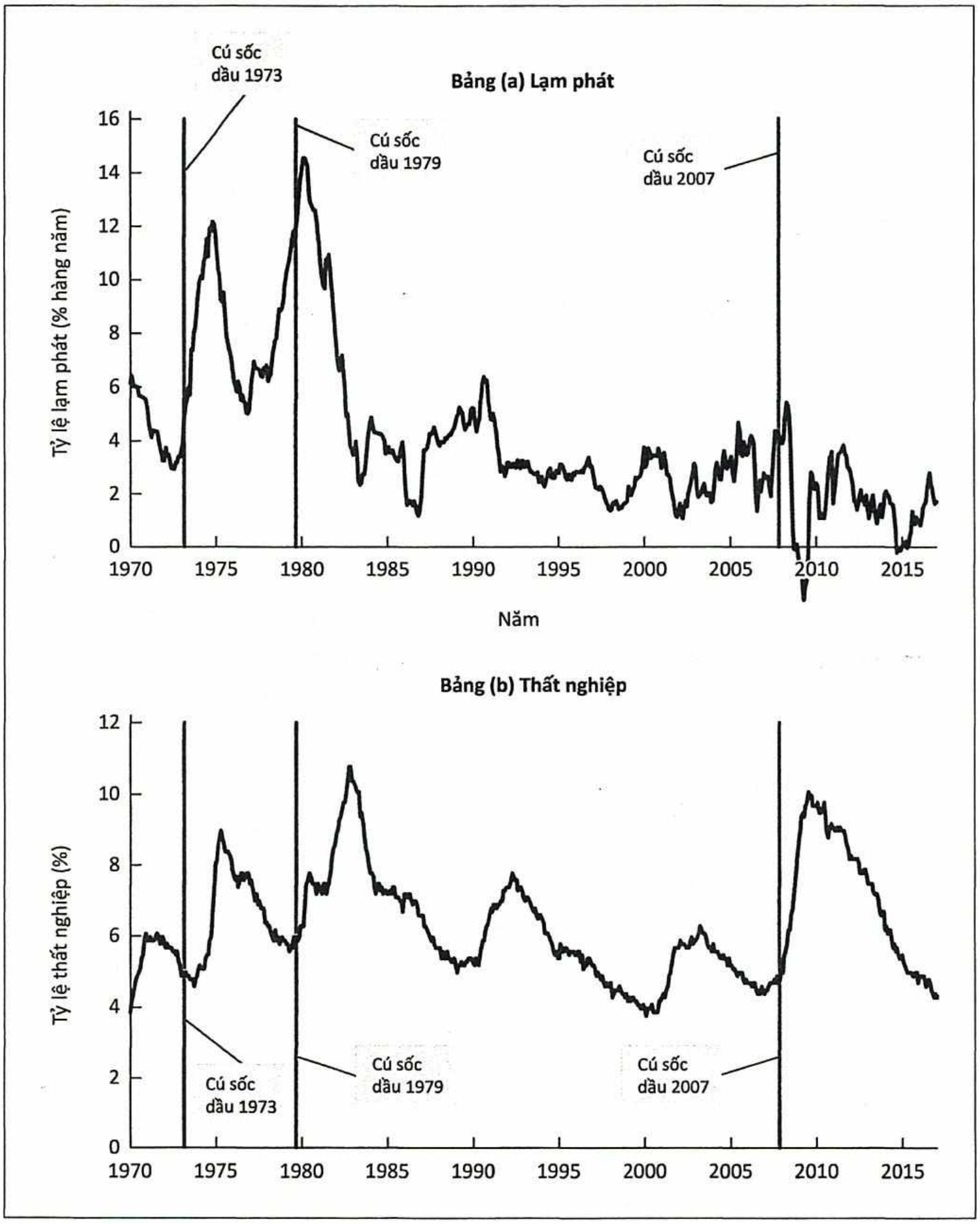
MyLab Economics Dữ liệu thời gian thực

HÌNH 3

Lạm phát và thất nghiệp, 1970–2017

Trong các cú sốc dầu năm 1973 và 1979, lạm phát ban đầu ở mức cao và cam kết của Fed đối với một điểm neo danh nghĩa là yếu, trong khi trong năm 2007, lạm phát ban đầu ở mức thấp và độ tin cậy của Fed cao. Kết quả là, trong hai giai đoạn đầu tiên lạm phát và thất nghiệp tăng nhiều hơn so với giai đoạn sau cùng, với tỷ lệ thất nghiệp chỉ tăng mạnh sau khi khủng hoảng tài chính toàn cầu 2007-2009 đi vào giai đoạn thảm họa tháng 10 năm 2008.

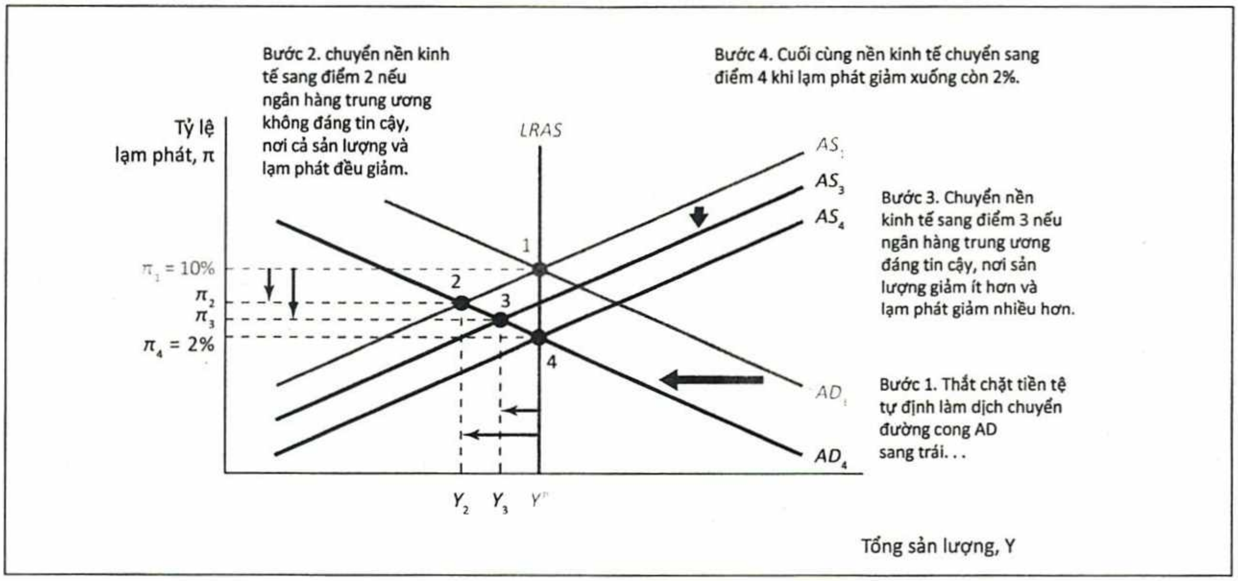
Nguồn: Cơ sở dữ liệu của Ngân hàng Dự trữ Liên bang St. Louis, FRED database: https://fred.stlouisfed.org/series/UNRATE; https://fred.stlouisfed.org/series/CPIAUCSL



Độ tin cậy và chính sách chống lạm phát

Cho đến giờ, chúng ta đã xem xét lợi ích của độ tin cậy khi nền kinh tế bị ảnh hưởng bởi những cú sốc cung và cầu. Vào cuối những năm 1970, tỷ lệ lạm phát cao (trên 10% khi đó) đã chuyển mối quan tâm hàng đầu của các nhà hoạch định chính sách sang việc giảm lạm

MyLab Economics Bài giảng Mini



HÌNH 4 **Độ tin cậy và chính sách chống lạm phát**

Chính sách chống lạm phát dịch chuyển đường tổng cầu sang trái từ AD_1 đến AD_4. Nếu ngân hàng trung ương kém tin cậy, đường tổng cung trong ngắn hạn vẫn ở mức AS_1 và nền kinh tế chuyển sang điểm 2, nơi sản lượng giảm xuống Y_2 và lạm phát giảm xuống π_2. Nếu ngân hàng trung ương đáng tin cậy, thì lạm phát kỳ vọng sẽ giảm và đường tổng cung ngắn hạn dịch chuyển xuống AS_3. Nền kinh tế chuyển sang điểm 3, với sản lượng giảm ít hơn, xuống Y_3, và lạm phát giảm nhiều hơn, xuống π_3. Cuối cùng nền kinh tế chuyển sang điểm 4, nhưng với độ tin cậy, chính sách chống lạm phát có hiệu quả hơn, lạm phát hạ nhanh hơn và ít tốn kém hơn về sản lượng.

phát. Độ tin cậy đóng vai trò gì đối với hiệu quả của các chính sách chống lạm phát? Biểu đồ tổng cầu và tổng cung trong Hình 4 sẽ giúp chúng ta trả lời câu hỏi này.

Giả sử nền kinh tế đã ổn định với tỷ lệ lạm phát 10% duy trì tại điểm 1, với đường tổng cầu là AD_1 và đường tổng cung ngắn hạn là AS_1. Bây giờ, giả sử một chủ tịch Cục Dự trữ Liên bang mới được bổ nhiệm quyết định rằng phải ngăn chặn lạm phát. Chủ tịch mới thuyết phục FOMC thắt chặt tự định chính sách tiền tệ để đường tổng cầu dịch chuyển sang trái sang AD_4, về lâu dài sẽ đưa nền kinh tế đến điểm 4 và làm chậm lạm phát xuống mục tiêu lạm phát 2%.

Nếu ngân hàng trung ương có độ tin cậy rất thấp, thì công chúng sẽ không tin rằng ngân hàng trung ương sẽ tiếp tục hành động để giảm lạm phát và do đó họ sẽ không điều chỉnh kỳ vọng lạm phát của mình xuống khỏi mức 10%. Kết quả là, đường tổng cung trong ngắn hạn sẽ duy trì ở mức AS_1 và nền kinh tế sẽ chuyển sang điểm 2. Mặc dù lạm phát sẽ giảm xuống mức π_2, sản lượng sẽ giảm xuống mức Y_2.

Bây giờ hãy xem xét điều gì sẽ xảy ra nếu thay vào đó, ngân hàng trung ương có độ tin cậy cao và vì vậy công chúng tin rằng ngân hàng trung ương sẽ làm bất cứ điều gì cần thiết để giảm lạm phát. Trong trường hợp này, kỳ vọng lạm phát sẽ giảm, đường tổng cung ngắn hạn sẽ giảm xuống AS_3 và nền kinh tế sẽ chuyển sang điểm 3. Lạm phát sau đó sẽ giảm hơn nữa xuống π_3, và sản lượng sẽ giảm ít hơn, xuống Y_3. Trong trường hợp cực

đoan, khi ngân hàng trung ương tuyệt đối đáng tin cậy, thậm chí có khả năng kỳ vọng lạm phát sẽ ngay lập tức giảm xuống mức 2% và đường tổng cung ngắn hạn sẽ dịch chuyển xuống AS_4. Trong trường hợp này, nền kinh tế sẽ ngay lập tức chuyển sang điểm 4, nơi lạm phát đã giảm xuống mức lạm phát mục tiêu 2%, và sản lượng vẫn ở mức Y^P. Trong trường hợp này, chính sách chống lạm phát sẽ không tốn kém vì không gây ra bất kỳ tổn thất nào về sản lượng. Mặc dù kịch bản cuối cùng này khó xảy ra, nhưng chúng ta đã chỉ ra kết quả sau đây là đúng: ***Độ tin cậy của ngân hàng trung ương với tư cách là người chống lạm phát càng lớn, thì sự suy giảm lạm phát càng nhanh và tổn thất sản lượng càng thấp trong nỗ lực đạt được mục tiêu lạm phát.***

Bằng chứng cho thấy độ tin cậy đóng một vai trò quan trọng trong các chính sách chống lạm phát thành công được cung cấp bởi cách xử lý siêu lạm phát ấn tượng của Bolivia năm 1985 (xem hộp Toàn cầu). Nhưng tạo dựng uy tín là việc nói dễ hơn làm. Có thể bạn nghĩ rằng chỉ cần các nhà hoạch định chính sách tại Cục Dự trữ Liên bang ra một thông báo rằng họ có kế hoạch theo đuổi chính sách chống lạm phát là được. Công chúng sẽ mong đợi rằng chính sách này sẽ được tuân thủ và sẽ hành động phù hợp. Tuy nhiên, kết luận này giả định rằng công chúng sẽ tin vào thông báo của các nhà hoạch định chính sách. Rất tiếc, thế giới thực không vận hành như vậy.

Lịch sử hoạch định chính sách của Cục Dự trữ Liên bang cho thấy rằng Fed không phải lúc nào cũng làm được những gì họ đã đề ra. Trên thực tế, trong suốt những năm 1970, Chủ tịch Hội đồng Dự trữ Liên bang vào thời điểm đó, Arthur Burns, đã nhiều lần tuyên bố rằng Fed sẽ theo đuổi một chính sách chống lạm phát mạnh mẽ, tuy nhiên thay vì tăng lãi suất thực khi lạm phát tăng, ông đã làm ngược lại. Những tình tiết như vậy đã làm giảm độ tin cậy của Cục Dự trữ Liên bang trong mắt công chúng và như dự đoán

Toàn cầu — Ngắt mạch siêu lạm phát ở Bolivia: Một chương trình chống lạm phát thành công

Chương trình chống lạm phát đáng chú ý nhất trong thời gian gần đây được thực hiện ở Bolivia. Trong nửa đầu năm 1985, tỷ lệ lạm phát của Bolivia đang ở mức 20.000% và đang trong đà tăng. Tỷ lệ lạm phát cao đến mức giá vé xem phim thường xuyên tăng trong lúc mọi người xếp hàng đợi mua. Vào tháng 8 năm 1985, tổng thống mới của Bolivia đã công bố chương trình chống lạm phát của mình, Chính sách Kinh tế Mới. Để kiềm chế tăng trưởng tiền tệ và tạo dựng độ tin cậy, chính phủ mới đã có những hành động quyết liệt nhằm cắt giảm thâm hụt ngân sách bằng cách đóng cửa nhiều doanh nghiệp nhà nước, xóa bỏ trợ cấp, đóng băng tiền lương của khu vực công và thu một loại thuế tài sản mới. Bộ tài chính đã có một bước tiến mới; ngân sách đã được cân bằng trên cơ sở hàng ngày. Bộ trưởng tài chính không cho phép chi tiêu vượt quá số tiền thuế thu được ngày hôm trước, không có bất kỳ ngoại lệ nào. Lạm phát ở Bolivia đã vào khuôn khổ trong vòng một tháng và tổn thất sản lượng là nhỏ (dưới 5% GDP).

Một số đợt siêu lạm phát trước Chiến tranh Thế giới thứ hai cũng đã kết thúc với những tổn thất nhỏ về sản lượng thông qua việc thực hiện các chính sách tương tự như của Bolivia * và chương trình chống lạm phát năm 1985 ở Israel, cũng làm giảm thâm hụt ngân sách đáng kể, lạm phát giảm mạnh mà không có bất kỳ tổn thất nào rõ ràng về sản lượng. Rõ ràng là các chính sách chống lạm phát đáng tin cậy có thể loại bỏ lạm phát rất thành công.

*Một thảo luận rất hay về sự kết thúc của bốn cuộc siêu lạm phát trong những năm 1920 là Thomas Sargent, "The Ends of Four Big Inflations," in Inflation: Causes and Consequences, ed. Robert E. Hall (Chicago: University of Chicago Press, 1982), pp. 41–98.

trong Hình 4, độ tin cậy kém dẫn đến hậu quả nghiêm trọng. Lạm phát xảy ra từ năm 1981 đến năm 1984 đã hạ xuống với một cái giá rất cao; cuộc suy thoái 1981–1982 giúp giảm tỷ lệ lạm phát là một trong những cuộc suy thoái nghiêm trọng nhất sau Thế chiến thứ hai.

Chính phủ Mỹ có thể đóng một vai trò quan trọng trong việc thiết lập độ tin cậy của chính sách chống lạm phát. Chúng ta đã thấy rằng thâm hụt ngân sách lớn có thể giúp kích thích chính sách tiền tệ lạm phát, và khi chính phủ và Fed thông báo rằng họ sẽ theo đuổi chính sách hạn chế chống lạm phát, khó mà tin thông báo này trừ khi chính phủ liên bang thể hiện trách nhiệm tài khóa. Đây là một ví dụ kinh tế điển hình cho câu ngạn ngữ cũ, "Nói dễ hơn làm." Khi chính phủ thực hiện các hành động giúp Fed tuân thủ chính sách chống lạm phát, chính sách này trở nên đáng tin cậy hơn. Tuy vậy, bài học này đôi khi đã bị các chính trị gia ở Hoa Kỳ và các nước khác bỏ qua.

ỨNG DỤNG Độ tin cậy và sự thâm hụt ngân sách của Reagan

Chính quyền Reagan đã bị chỉ trích mạnh mẽ vì đã tạo ra thâm hụt ngân sách khổng lồ bằng cách cắt giảm thuế vào đầu những năm 1980. Trong khung lý thuyết tổng cung và cầu, chúng ta thường nghĩ việc cắt giảm thuế là để kích thích tổng cầu và tăng tổng sản lượng. Liệu kỳ vọng thâm hụt ngân sách lớn có góp phần tạo ra một cuộc suy thoái trầm trọng hơn trong giai đoạn 1981–1982 sau khi Cục Dự trữ Liên bang thực hiện chính sách tiền tệ chống lạm phát hay không?

Một số nhà kinh tế trả lời là có, sử dụng sơ đồ như Hình 4. Họ cho rằng viễn cảnh thâm hụt ngân sách lớn khiến công chúng khó tin rằng chính sách chống lạm phát sẽ thực sự được Fed theo đuổi như những gì được công bố. Do đó, đường tổng cung ngắn hạn vẫn ở mức AS_1 thay vì giảm xuống AS_3, với kết quả là nền kinh tế chuyển sang điểm 2 thay vì điểm 3 trong Hình 4. Như phân tích của chúng ta trong Hình 4 và dữ liệu trong Hình 3 cho thấy, Kết quả của chính sách chống lạm phát của Fed là tỷ lệ lạm phát chậm lại xuống dưới 5% vào cuối năm 1982, nhưng kết quả này rất tốn kém: Tỷ lệ thất nghiệp lên tới đỉnh điểm là 10,7%.

Nếu thay vì cắt giảm thuế làm gia tăng thâm hụt, chính quyền Reagan tích cực cố gắng giảm thâm hụt, thì kết quả của chính sách chống lạm phát có thể là gì? Thay vì chuyển sang điểm 2, nền kinh tế có thể đã chuyển sang điểm 3, dẫn đến lạm phát giảm nhanh hơn và sản lượng mất đi ít hơn.

Reagan không phải là nguyên thủ quốc gia duy nhất để thâm hụt ngân sách lớn trong khi vẫn theo chính sách chống lạm phát. Thủ tướng Anh Margaret Thatcher đi trước Reagan trong cách tiếp cận này, và các nhà kinh tế học như Thomas Sargent khẳng định rằng phần thưởng cho chính sách của bà là tỷ lệ thất nghiệp ở Anh tăng lên mức chưa từng có.

Mặc dù nhiều nhà kinh tế đồng ý rằng chương trình chống lạm phát của Fed thiếu độ tin cậy, đặc biệt là trong giai đoạn đầu của nó, nhưng không phải tất cả họ đều đồng ý rằng thâm hụt ngân sách của Reagan là nguyên nhân của sự thiếu độ tin cậy đó. Kết luận rằng thâm hụt ngân sách của Reagan đã giúp tạo ra một cuộc suy thoái trầm trọng hơn trong giai đoạn 1981–1982 vẫn có tính tranh cãi. •

CÁC TIẾP CẬN ĐỂ HÌNH THÀNH ĐỘ TIN CẬY CỦA NGÂN HÀNG TRUNG ƯƠNG

Phân tích của chúng ta đã chứng minh rằng một điểm neo danh nghĩa đáng tin cậy để neo giữ kỳ vọng lạm phát là yếu tố then chốt trong sự thành công của chính sách tiền tệ. Nhưng làm thế nào để các cơ quan quản lý tiền tệ đạt được độ tin cậy này? Chúng ta đã thảo luận về một số cách tiếp cận trong các chương trước. Một cách tiếp cận để đạt được độ tin cậy, được thảo luận trong Chương 16, là thông qua việc liên tục kiểm soát lạm phát thành công bằng các hành động chính sách phối hợp tốt. Cách tiếp cận này đã tỏ ra thành công đối với Cục Dự trữ Liên bang trong những năm Greenspan và Bernanke. Một cách tiếp cận ngày càng phổ biến trong những năm gần đây, cũng được thảo luận trong Chương 16, là *lạm phát mục tiêu,* bao gồm việc công bố công khai một mục tiêu trung hạn bằng số về lạm phát và cam kết đạt được mục tiêu đó. Một số quốc gia đã thành công trong việc kiểm soát lạm phát bằng cách cố định tỷ giá hối đoái của đồng tiền của họ với đồng tiền của một quốc gia có điểm neo danh nghĩa mạnh. Chúng ta đã thảo luận về chiến lược này, đôi khi được gọi là *tỷ giá hối đoái mục tiêu,* trong Chương 18. Một cách khác để tăng độ tin cậy của ngân hàng trung ương là giúp ngân hàng trung ương độc lập hơn với tiến trình chính trị, như đã thảo luận trong Chương 13. Hai cách tiếp cận bổ sung dưới đây, chưa được thảo luận ở phần trước các chương, là GDP danh nghĩa mục tiêu và bổ nhiệm lãnh đạo ngân hàng trung ương "bảo thủ".

GDP danh nghĩa mục tiêu

Một biến thể của lạm phát mục tiêu gần đây đã được chú ý nhiều hơn là **GDP danh nghĩa mục tiêu**, trong đó ngân hàng trung ương công bố mục tiêu đạt được một mức tăng trưởng GDP danh nghĩa cụ thể (nhớ lại rằng GDP danh nghĩa là GDP thực nhân với mức giá). Ví dụ: nếu mục tiêu lạm phát của ngân hàng trung ương là 2% và GDP tiềm năng dự kiến sẽ tăng với tốc độ hàng năm là 3%, thì GDP danh nghĩa mục tiêu là ngân hàng trung ương sẽ cam kết giữ cho GDP danh nghĩa tăng trưởng ở mức 5% mỗi năm. Mục tiêu GDP danh nghĩa có các yếu tố của chế độ lạm phát mục tiêu vì tốc độ tăng trưởng mục tiêu của GDP danh nghĩa gắn liền với mục tiêu lạm phát bằng số đã chọn. Ngoài ra, mục tiêu GDP danh nghĩa ngụ ý rằng ngân hàng trung ương sẽ phản ứng với sự sụt giảm của nền kinh tế thực ngay cả khi lạm phát không giảm. Để thấy được điều này, hãy lưu ý rằng với lạm phát không thay đổi, GDP thực tế giảm tốc sẽ dẫn đến GDP danh nghĩa giảm tốc và do đó, các cơ quan quản lý tiền tệ sẽ cần phải có chính sách tiền tệ mở rộng hơn.

Một lợi thế tiềm tàng của GDP danh nghĩa mục tiêu là nó không chỉ tập trung vào việc kiểm soát lạm phát mà còn là ổn định GDP thực tế một cách rõ ràng. Một lợi thế tiềm năng khác là với GDP danh nghĩa mục tiêu, tăng trưởng GDP thực tế thấp hơn tiềm năng hoặc lạm phát thấp hơn mục tiêu lạm phát sẽ khuyến khích chính sách tiền tệ mở rộng hơn, bởi vì GDP danh nghĩa thực tế sẽ tiếp tục giảm xuống dưới mục tiêu của nó. Kỳ vọng chính sách mở rộng hơn này sẽ giúp kích thích tổng cầu, điều này sẽ đặc biệt hữu ích nếu vấn đề giới hạn dưới bằng 0 xảy ra và các cơ quan quản lý tiền tệ không thể giảm lãi suất chính sách.

Các nhà phê bình viện dẫn hai điểm yếu chính của GDP danh nghĩa mục tiêu. Thứ nhất, GDP danh nghĩa mục tiêu yêu cầu ước tính chính xác về tăng trưởng GDP tiềm năng, điều này không dễ. Thứ hai, giải thích cho công chúng về mục tiêu GDP danh nghĩa phức tạp hơn so với mục tiêu lạm phát và do đó công chúng có thể nhầm lẫn về các mục tiêu của ngân hàng trung ương. Tại thời điểm này, không có ngân hàng trung ương nào áp dụng mục tiêu GDP danh nghĩa, nhưng điều này có thể thay đổi trong tương lai.

Bên trong Fed Sự bổ nhiệm Paul Volcker, Diều hâu chống lạm phát

Tổng thống Jimmy Carter đã bổ nhiệm Paul Volcker làm chủ tịch Cục Dự trữ Liên bang vào tháng 8 năm 1979. Trước đó, lạm phát đã leo thang ổn định và vào thời điểm Volcker được bổ nhiệm, tỷ lệ lạm phát CPI hàng năm đã lên tới 11,8%. Volcker là giám đốc ngân hàng trung ương "bảo thủ" tinh túy, một tay diều hâu nổi tiếng về lạm phát, người đã nói rõ với tổng thống rằng ông sẽ tấn công lạm phát và loại bỏ nó ra khỏi hệ thống. Vào tháng 10 năm 1979, ngay sau khi Volcker nắm quyền lãnh đạo FED, FOMC bắt đầu tăng lãi suất đáng kể, làm tăng lãi suất quỹ liên bang hơn 8 điểm phần trăm lên gần 20% vào tháng 4 năm 1980. Tuy nhiên, với sự suy thoái kinh tế bắt đầu vào tháng 1 năm 1980, Volcker đã nhấc bớt chân phanh, cho phép lãi suất quỹ liên bang giảm xuống khoảng 10% vào tháng 7, lúc đó nền kinh tế bắt đầu phục hồi. Tuy nhiên, liều thuốc tiền tệ này đã không quá hiệu quả, và lạm phát vẫn ở mức rất cao, với lạm phát CPI trên 13%. Volcker sau đó đã thể hiện con người chống lạm phát, diều hâu của mình: Fed đã nâng lãi suất quỹ liên bang lên mức 20% vào tháng 1 năm 1981 và giữ nguyên cho đến tháng 7 cùng năm. Sau đó, đối mặt với cuộc suy thoái nghiêm trọng nhất của thời kỳ sau Thế chiến thứ hai cho tới lúc đó, Fed đã giữ lãi suất quỹ liên bang ở mức khoảng 15% từ tháng 7 năm 1981 cho đến tháng 7 năm 1982, mặc dù tỷ lệ thất nghiệp gia tăng lên gần 10%. Cuối cùng, chỉ khi tỷ lệ lạm phát bắt đầu giảm vào tháng 7 năm 1982, Fed mới bắt đầu hạ lãi suất quỹ liên bang.

Độ tin cậy về chống lạm phát của Volcker tới lúc này đã được thiết lập đầy đủ, và đến năm 1983, lạm phát đã giảm xuống dưới 4% và duy trì ở mức đó cho đến hết nhiệm kỳ của Volcker tại Fed đến năm 1987. Volcker đã thiết lập lại độ tin cậy của Fed trong vai trò chống lạm phát, với kết quả là kỳ vọng lạm phát đã ổn định, chấm dứt thời kỳ lạm phát cao ở Hoa Kỳ được gọi là "Đại lạm phát". Volcker đã trở thành một anh hùng chính sách tiền tệ và kể từ đó đã được ca ngợi là một trong những lãnh đạo ngân hàng trung ương vĩ đại nhất mọi thời đại. Vì thế ngay cả sau khi rời Fed, ông vẫn tiếp tục đóng một vai trò nổi bật trong các cuộc thảo luận chính sách. Ví dụ, ông phục vụ trong Ban Cố vấn Kinh tế dưới thời Tổng thống Obama và là tác giả của "Quy tắc Volcker" (được thảo luận trong Chương 10) hạn chế các ngân hàng giao dịch bằng tiền của chính họ (tự doanh).

Bổ nhiệm các Lãnh đạo Ngân hàng Trung ương "Bảo thủ"

Kenneth Rogoff của Đại học Harvard gợi ý rằng một cách khác để thiết lập độ tin cậy của ngân hàng trung ương là để chính phủ bổ nhiệm các lãnh đạo ngân hàng trung ương có ác cảm mạnh mẽ với lạm phát.[6] Ông gọi những người này là "bảo thủ", dù cho để mô tả họ thì "cứng rắn" hoặc "diều hâu* trước lạm phát" sẽ phù hợp hơn. (Xem hộp Bên trong Fed "Sự bổ nhiệm Paul Volcker, Diều hâu chống lạm phát" để đọc về việc bổ nhiệm một lãnh đạo ngân hàng trung ương "bảo thủ".)

*Cặp từ diều hâu/bồ câu được dùng rất phổ biến ở nước Mỹ để chỉ phe chủ chiến (diều hâu) và phe chủ hòa (bồ câu) khi xử lý một vấn đề nào đó. Volcker là một anti-inflation hawk, có thể hiểu là một chiến binh chống lạm phát.

Khi công chúng thấy một chủ ngân hàng trung ương "bảo thủ" được bổ nhiệm, họ sẽ mong đợi rằng người đó sẽ ít bị cám dỗ theo đuổi chính sách tiền tệ mở rộng để khai thác sự đánh đổi ngắn hạn giữa lạm phát và thất nghiệp và sẽ làm bất cứ điều gì cần thiết để giữ lạm phát trong tầm kiểm soát. Kết quả là, kỳ vọng lạm phát và lạm phát thực tế có khả năng ổn định hơn, với những lợi ích đã nêu trước đó.

Vấn đề của cách tiếp cận này để giải quyết vấn đề độ tin cậy là không biết được liệu nó có tiếp tục phát huy tác dụng theo thời gian hay không. Nếu một lãnh đạo ngân hàng trung ương có các sở thích "bảo thủ" hơn công chúng, thì chẳng lẽ công chúng không được đòi hỏi những nhà ngân hàng phù hợp với sở thích của họ hơn? Xét cho cùng, trong một xã hội dân chủ, các quan chức chính phủ phải đại diện cho ý chí của người dân.

[6]Kenneth Rogoff, "The Optimal Degree of Commitment to an Intermediary Monetary Target," Quarterly Journal of Economics (November 1985): 169–189.

TÓM LƯỢC

1. Nguyên tắc đơn giản (xuất phát từ lý thuyết kỳ vọng hợp lý) rằng cách thức hình thành kỳ vọng thay đổi khi hành vi của các biến dự báo thay đổi đã dẫn đến phê phán Lucas nổi tiếng về đánh giá chính sách kinh tế lượng. Lucas cho rằng khi chính sách thay đổi, phương pháp hình thành kỳ vọng cũng thay đổi; do đó các mối quan hệ trong một mô hình kinh tế lượng sẽ thay đổi. Một mô hình kinh tế lượng đã được tạo ra trên cơ sở dữ liệu trong quá khứ sẽ không còn phù hợp để đánh giá tác động của một sự thay đổi chính sách và có thể bị chứng minh là sai lệch cao. phê phán Lucas cũng chỉ ra rằng tác động của một chính sách cụ thể phụ thuộc rất nhiều vào kỳ vọng của công chúng về chính sách đó.
2. Những người ủng hộ các quy tắc thực thi chính sách tiền tệ tin rằng các quy tắc giải quyết được vấn đề tiền hậu bất nhất bởi vì các nhà hoạch định chính sách buộc phải tuân theo một kế hoạch đã định, giúp loại bỏ sự cám dỗ đi chệch khỏi kế hoạch và đảm bảo đạt được các kết quả mong muốn trong dài hạn. Những người ủng hộ quyền tùy nghi tin rằng các quy tắc quá cứng nhắc bởi vì chúng không thể dự đoán mọi trường hợp xảy ra và không cho phép sử dụng quyền phán định. Quyền tùy nghi có giới hạn đặt ra một cấu trúc khái niệm và kỷ luật cố hữu đối với các nhà hoạch định chính sách, nhưng nó không loại bỏ tất cả tính linh hoạt, do đó nó kết hợp một số lợi thế của các quy tắc với lợi thế của quyền tùy nghi.
3. Một cách quan trọng để các cơ quan quản lý tiền tệ hạn chế sự tùy nghi là bằng cách cam kết một điểm neo danh nghĩa đáng tin cậy – là một biến danh nghĩa, chẳng hạn như tỷ lệ lạm phát, cung tiền hoặc tỷ giá hối đoái - buộc phải giảm mức giá hoặc lạm phát để đạt được giá cả ổn định. Một điểm neo danh nghĩa đáng tin cậy giúp giải quyết vấn đề tiền hậu bất nhất và giúp neo kỳ vọng lạm phát. Độ tin cậy có lợi ích trong việc ổn định cả sản lượng và biến động lạm phát và cũng cho phép các chính sách chống lạm phát để giảm lạm phát với chi phí thấp hơn trong điều kiện giảm sản lượng.
4. Các cách tiếp cận để tạo dựng độ tin cậy bao gồm thực hiện các chính sách thực tế để giữ lạm phát thấp, lạm phát mục tiêu, tỷ giá hối đoái mục tiêu và thúc đẩy sự độc lập của ngân hàng trung ương. Hai cách tiếp cận khác để thiết lập độ tin cậy của ngân hàng trung ương là GDP danh nghĩa mục tiêu, trong đó ngân hàng trung ương công bố mục tiêu đạt được mức tăng trưởng GDP danh nghĩa cụ thể và việc bổ nhiệm một lãnh đạo ngân hàng trung ương "bảo thủ" (như Paul Volcker), người theo chủ nghĩa diều hâu kiểm soát lạm phát.

THUẬT NGỮ QUAN TRỌNG

quy tắc tỷ lệ tăng trưởng tiền không đổi, 591
sự tùy nghi có giới hạn, 594
độ tin cậy, 594
tùy nghi, 590
các mô hình kinh tế lượng vĩ mô, 588
các nhà tiền tệ, 591
mục tiêu GDP danh nghĩa, 603
chu kỳ kinh doanh chính trị, 592
quy tắc, 590

CÂU HỎI

Tất cả các câu hỏi đều có trong **MyLab Economics** *tại* www.pearson.com/mylab/economics.

1. Phê phán Lucas nói gì về những hạn chế trong hiểu biết hiện tại của chúng ta về cách thức vận hành của nền kinh tế?
2. "Bản thân sự phê bình của Lucas đã làm dấy lên nghi ngờ về khả năng có lợi của chính sách ổn định tùy nghi." Tuyên bố này đúng, sai hay không chắc chắn? Giải thích câu trả lời của bạn.
3. Giả sử một mô hình kinh tế lượng dựa trên dữ liệu trong quá khứ dự đoán đầu tư trong nước sẽ giảm một chút khi Cục Dự trữ Liên bang tăng lãi suất quỹ liên bang. Giả sử Cục Dự trữ Liên bang đang xem xét việc tăng mục tiêu lãi suất quỹ liên bang để chống lạm phát và thúc đẩy một môi trường lạm phát thấp sẽ khuyến khích đầu tư và tăng trưởng kinh tế.

   a. Thảo luận về tác động của các dự đoán của mô hình kinh tế lượng nếu các cá nhân giải thích việc tăng mục tiêu lãi suất quỹ liên bang là một dấu hiệu cho thấy Fed sẽ giữ lạm phát ở mức thấp trong thời gian dài.

   b. Lucas sẽ phê bình thế nào về mô hình này?
4. Nếu công chúng kỳ vọng Fed sẽ theo đuổi chính sách có khả năng tăng lãi suất ngắn hạn vĩnh viễn lên 5%, nhưng Fed không thực hiện sự thay đổi chính sách này, điều gì sẽ xảy ra với lãi suất dài hạn? Giải thích câu trả lời của bạn.

5. Ngân hàng trung ương độc lập hơn có thể làm tồi tệ hơn vấn đề tiền hậu bất nhất như thế nào?
6. Những lập luận ủng hộ và chống lại các quy tắc chính sách là gì?
7. Nếu, trong một chiến thắng bất ngờ, một chính quyền mới mà công chúng tin rằng sẽ theo đuổi chính sách lạm phát được bầu, hãy dự đoán điều gì có thể xảy ra với mức sản lượng và lạm phát ngay cả trước khi chính quyền mới lên nắm quyền.
8. Nhiều nhà kinh tế lo ngại rằng mức thâm hụt ngân sách cao có thể dẫn đến các chính sách tiền tệ lạm phát trong tương lai. Liệu những thâm hụt ngân sách này có ảnh hưởng đến tỷ lệ lạm phát hiện tại?
9. Ở một số quốc gia, tổng thống chọn người đứng đầu ngân hàng trung ương. Tổng thống cũng có thể sa thải người đứng đầu ngân hàng trung ương và thay thế bằng một người khác bất kỳ lúc nào. Giải thích tác động của tình huống đó đối với việc thực hiện chính sách tiền tệ. Bạn có nghĩ rằng ngân hàng trung ương sẽ tuân theo một quy tắc chính sách tiền tệ, hay chính sách tùy nghi?
10. Một thay đổi bất ngờ trong lãi suất quỹ liên bang thực tế cân bằng sẽ cung cấp lập luận chống lại việc sử dụng quy tắc Taylor để thực hiện chính sách tiền tệ như thế nào?
11. Trong chính sách tiền tệ quyền tùy nghi có giới hạn khác với quyền tùy nghi như thế nào? Kết quả của các chính sách này có thể khác nhau thế nào?
12. Nói chung, độ tin cậy (hoặc thiếu tin cậy) ảnh hưởng đến đường tổng cung như thế nào?
13. Ở Nhật Bản, chính phủ và ngân hàng trung ương gần đây đã ban hành các chính sách nhằm nâng lạm phát vĩnh viễn từ mức thấp kéo dài, tuy nhiên lạm phát tiếp tục duy trì ở mức gần 0. Độ tin cậy của ngân hàng trung ương có thể giải thích thế nào, nếu có, cho tình trạng lạm phát thấp kéo dài?
14. Là một phần của phản ứng đối với cuộc khủng hoảng tài chính toàn cầu, Fed đã hạ mục tiêu lãi suất quỹ liên bang xuống gần bằng 0 vào tháng 12 năm 2008 và tăng gấp bốn lần cơ sở tiền tệ từ năm 2008 đến năm 2017, nới lỏng chính sách tiền tệ đáng kể. Tuy nhiên, các thước đo dựa trên khảo sát về kỳ vọng lạm phát từ 5 đến 10 năm vẫn ở mức thấp trong hầu hết giai đoạn này. Bình luận về độ tin cậy của Fed trong việc chống lạm phát.
15. "Các nhà hoạch định chính sách theo đuổi chính sách chống lạm phát càng đáng tin cậy thì chính sách đó càng thành công". Tuyên bố này đúng, sai hay không chắc chắn? Giải thích câu trả lời của bạn.
16. Tại sao cú sốc giá dầu của những năm 1970 lại ảnh hưởng đến nền kinh tế khác với cú sốc giá dầu của năm 2007?
17. Các ngân hàng trung ương tham gia vào mục tiêu lạm phát thường công bố mục tiêu lạm phát và khoảng thời gian phù hợp với mục tiêu đó. Ngoài ra, các quan chức ngân hàng trung ương phải chịu trách nhiệm về hành động của họ (ví dụ: họ có thể bị sa thải nếu không đạt được mục tiêu), và thành công hay thất bại của họ cũng là thông tin công khai. Giải thích tại sao tính minh bạch lại là thành phần cơ bản của lạm phát mục tiêu.
18. Trong những năm gần đây, các ngân hàng trung ương đã tăng đáng kể việc truyền thông với thành viên thị trường và công chúng, đồng thời ở nhiều quốc gia này, lạm phát trung bình đã giảm và ít biến động hơn. Đây là sự trùng hợp ngẫu nhiên, hay có một mối liên hệ nào đó? Giải thích.
19. Mục tiêu của lạm phát mục tiêu là gì và chiến lược chính sách tiền tệ này đạt được mục tiêu đó như thế nào?
20. Làm thế nào việc thiết lập mục tiêu tỷ giá hối đoái có thể mang lại độ tin cậy cho một quốc gia có thành tích kém ổn định lạm phát?
21. Đặc điểm nào thể hiện một lãnh đạo ngân hàng trung ương "bảo thủ"?

BÀI TẬP ÁP DỤNG

Tất cả các bài tập áp dụng đều có trong **MyLab Economics** *tại* www.pearson.com/mylab/economics.

22. Giả sử ngân hàng trung ương đang tuân theo quy luật tỷ lệ tăng trưởng tiền tệ không đổi và nền kinh tế đang bị suy thoái kinh tế nghiêm trọng. Sử dụng đồ thị tổng cung và cầu để chỉ ra những ảnh hưởng có thể có đối với nền kinh tế. Tình hình này phản ánh thế nào về độ tin cậy của ngân hàng trung ương nếu nó duy trì quy luật tăng trưởng tiền tệ? Nó phản ánh thế nào về độ tin cậy của ngân hàng trung ương nếu nó từ bỏ quy tắc tăng trưởng tiền tệ để đối phó với suy thoái?
23. Giả sử quốc gia A có một ngân hàng trung ương với đầy đủ độ tin cậy, và quốc gia B có một ngân hàng trung ương không đủ tin cậy. Độ tin cậy của ngân hàng trung ương của mỗi nước ảnh hưởng như thế nào đến tốc độ điều chỉnh của đường tổng cung đối với các công bố chính sách? Kết quả này ảnh hưởng như thế nào đến sự ổn định đầu ra? Sử dụng biểu đồ tổng cung và cầu để chứng minh.
24. Giả sử hai quốc gia có đường tổng cầu và mức sản lượng tiềm năng giống hệt nhau, và g là như nhau ở cả hai quốc gia. Giả sử rằng vào năm 2019, cả hai quốc gia đều chịu cùng một cú sốc về nguồn cung âm. Với bảng giá trị dưới

đây về lạm phát ở mỗi quốc gia, bạn có thể nói gì, nếu có, về độ tin cậy của ngân hàng trung ương của mỗi quốc gia? Giải thích câu trả lời của bạn.

	Quốc gia A	Quốc gia B
2018	3.0%	3.0%
2019	3.8%	5.5%
2020	3.5%	5.0%
2021	3.2%	4.3%
2022	3.0%	3.8%

25. Một điểm neo danh nghĩa đáng tin cậy giúp cải thiện các kết quả kinh tế gây ra từ cú sốc tổng cầu dương thế nào? Một điểm neo danh nghĩa đáng tin cậy có tác dụng gì nếu một cú sốc tổng cung âm xảy ra? Sử dụng đồ thị của tổng cung và cầu để chứng minh.

BÀI TẬP PHÂN TÍCH DỮ LIỆU

Các bài tập được cập nhật bằng dữ liệu thời gian thực trong MyLab Economics và có thể dùng để thực hành hoặc để làm bài tập lớn.

1. Truy cập cơ sở dữ liệu FRED của Cục Dự trữ Liên bang St. Louis và tìm dữ liệu về chỉ số giá chi tiêu tiêu dùng cá nhân (PCECTPI). Chuyển đổi cài đặt đơn vị thành "Percent Change from Year Ago" và tải xuống dữ liệu. Bắt đầu từ tháng 1 năm 2012, Fed đã chính thức công bố mục tiêu lạm phát 2% trong "dài hạn."
   a. Tính tỷ lệ lạm phát trung bình trong bốn và tám quý gần nhất của dữ liệu. So với mục tiêu lạm phát 2% thì chúng thế nào?
   b. Câu trả lời của bạn cho phần (a) có ngụ ý gì về độ tin cậy của Cục Dự trữ Liên bang không?
2. Truy cập cơ sở dữ liệu FRED của Cục Dự trữ Liên bang St. Louis và tìm dữ liệu về chỉ số giá PCE cốt lõi (PCEPILFE) và giá giao ngay của một thùng dầu (WTISPLC). Đối với cả hai biến, hãy chuyển đổi cài đặt đơn vị thành "Percent Change from Year Ago" và tải dữ liệu từ năm 1960 tới dữ liệu có sẵn gần đây nhất.
   a. Xác định các giai đoạn mà lạm phát giá dầu từ 80% trở lên.
   b. Trong các thời kỳ được xác định ở phần (a), bao nhiêu tháng là giá dầu có mức lạm phát 80% hoặc cao hơn? Tỷ lệ lạm phát cơ bản trung bình trong mỗi giai đoạn đó là bao nhiêu?
   c. Dựa trên câu trả lời của bạn cho phần (a) và (b) ở trên, bạn có thể kết luận gì về mức độ đáng tin cậy của chính sách tiền tệ gần đây hơn so với mức độ đáng tin cậy của nó trong các giai đoạn trước đó?

BÀI TẬP WEB

1. Robert Lucas đoạt giải Nobel kinh tế. Truy cập http://nobelprize.org/nobel_prizes/economics/ và tìm thông cáo báo chí về Robert Lucas. Giải Nobel của ông được trao cho cái gì? Nó được trao khi nào?
2. Có nhiều thước đo dựa trên khảo sát về kỳ vọng lạm phát phản ánh triển vọng của người tiêu dùng, thị trường và nhà kinh tế. Ví dụ: Khảo sát về các nhà dự báo chuyên nghiệp (SPF) có sẵn từ Cục Dự trữ Liên bang Philadelphia tại https://www.philadosystemfed.org/research-and-data/ real-time-center / Survey-of- Professional -castingers /, trong khi khảo sát kỳ vọng lạm phát của người tiêu dùng nổi tiếng của Đại học Michigan có tại https://fred.stlouisfed.org/series/MICH. So sánh các kết quả gần đây nhất về kỳ vọng lạm phát của cuộc khảo sát SPF và Michigan với lạm phát CPI thực tế. Nói chung, cái nào có vẻ chính xác hơn?

25 Cơ chế Truyền dẫn của Chính sách Tiền tệ

Mục tiêu học tập

- Liệt kê và tóm tắt các cơ chế truyền dẫn qua đó chính sách tiền tệ có thể ảnh hưởng đến nền kinh tế thực.
- Tóm tắt và áp dụng bốn bài học được nêu trong chương này để thực hiện chính sách tiền tệ.

Giới thiệu

Từ năm 1980, nền kinh tế Hoa Kỳ đã chơi một trò chơi tàu lượn, với sản lượng, thất nghiệp và lạm phát trải qua những biến động mạnh mẽ. Vào đầu những năm 1980, lạm phát đã ở mức hai con số, và cuộc suy thoái năm 1980 kéo theo một trong những đợt mở rộng kinh tế ngắn nhất từng diễn ra. Sau một năm, nền kinh tế rơi vào cuộc suy thoái 1981–1982, với tỷ lệ thất nghiệp tăng lên hơn 10%, và chỉ sau đó tỷ lệ lạm phát mới bắt đầu giảm xuống dưới mức 5%. Sau suy thoái 1981–1982 mở rộng kinh tế kéo dài làm giảm tỷ lệ thất nghiệp xuống dưới 6% trong giai đoạn 1987–1990. Với việc Iraq xâm lược Kuwait và giá dầu tăng trong nửa cuối năm 1990, nền kinh tế lại rơi vào suy thoái. Sự tăng trưởng sau đó của nền kinh tế lúc đầu chậm chạp nhưng cuối cùng đã tăng nhanh, và tỷ lệ thất nghiệp giảm xuống dưới 5% vào cuối những năm 1990. Vào tháng 3 năm 2001, sau 10 năm mở rộng, dài nhất trong lịch sử Hoa Kỳ, nền kinh tế Mỹ rơi vào tình trạng suy thoái, với tỷ lệ thất nghiệp leo lên khoảng 6%. Đến năm 2007, sự phục hồi kinh tế lại đưa tỷ lệ thất nghiệp xuống dưới 5%, nhưng với sự bùng nổ của cuộc khủng hoảng tài chính toàn cầu, nền kinh tế quay lại suy thoái vào tháng 12 năm 2007, với tỷ lệ thất nghiệp tăng lên 10%. Đến tháng 7 năm 2009, nền kinh tế mới bắt đầu phục hồi, khiến suy thoái 2007-2009 trở thành cuộc suy thoái dài nhất kể từ Thế chiến II. Trước những biến động lớn của tổng sản lượng (phản ánh qua tỷ lệ thất nghiệp) và lạm phát, và sự bất ổn kinh tế đi kèm, các nhà hoạch định chính sách phải đối mặt với tình huống khó xử sau: Cần thực hiện chính sách hoặc loạt chính sách nào để giảm biến động về sản lượng và lạm phát trong tương lai?

Để trả lời câu hỏi này, các nhà hoạch định chính sách tiền tệ phải có khả năng đánh giá chính xác thời điểm và tác động của các chính sách của mình đối với nền kinh tế. Để thực hiện đánh giá này, họ cần hiểu các cơ chế ảnh hưởng đến nền kinh tế của chính sách tiền tệ. Trong chương này, chúng ta tìm hiểu các cơ chế truyền dẫn của chính sách tiền tệ và đánh giá bằng chứng thực chứng về các cơ chế này để hiểu rõ hơn về vai trò của chính sách tiền tệ đối với nền kinh tế. Chúng ta sẽ thấy rằng các cơ chế truyền dẫn tiền tệ này nhấn mạnh mối liên hệ giữa hệ thống tài chính (mà ta đã nghiên cứu trong ba phần đầu của cuốn sách này) với lý thuyết tiền tệ, chủ đề của phần này của cuốn sách.

CÁC CƠ CHẾ TRUYỀN DẪN CỦA CHÍNH SÁCH TIỀN TỆ

Trong mục này, chúng ta xem xét các cách thức mà chính sách tiền tệ ảnh hưởng đến tổng cầu và nền kinh tế, được gọi là **cơ chế truyền dẫn của chính sách tiền tệ**. Ta bắt đầu với các kênh lãi suất vì chúng là cơ chế truyền dẫn tiền tệ chính của mô hình AD/AS được

phát triển trong các Chương 20, 21 và 22 và được áp dụng cho chính sách tiền tệ trong Chương 23 và 24.

Các kênh lãi suất truyền thống

Quan điểm truyền thống về cơ chế truyền dẫn tiền tệ có thể được mô tả trong sơ đồ sau, cho thấy tác động của việc nới lỏng chính sách tiền tệ được thực hiện bằng cách hạ lãi suất thực:

$$r\downarrow \Rightarrow I\uparrow \Rightarrow Y^{ad}\uparrow \qquad (1)$$

Sơ đồ này cho thấy rằng việc nới lỏng chính sách tiền tệ dẫn đến giảm lãi suất thực tế ($r\downarrow$), do đó làm giảm chi phí vay thực tế, gây ra tăng chi tiêu đầu tư ($I\uparrow$), và làm tăng tổng cầu ($Y^{ad}\uparrow$).

Mặc dù Keynes ban đầu nhấn mạnh kênh này hoạt động thông qua các quyết định của doanh nghiệp về chi tiêu đầu tư, việc tìm kiếm các cơ chế truyền dẫn tiền tệ mới đã khiến các nhà kinh tế nhận ra rằng quyết định của người tiêu dùng về nhà ở và **chi tiêu hàng tiêu dùng lâu bền** (chi tiêu của người tiêu dùng vào các mặt hàng lâu bền như ô tô và tủ lạnh) cũng là các quyết định đầu tư. Do đó, kênh truyền dẫn lãi suất tiền tệ được nêu trong Công thức 1 cũng áp dụng đối với chi tiêu của người tiêu dùng, và trong trường hợp này, *I* đại diện cho các khoản đầu tư vào nhà ở dân cư và chi tiêu lâu bền của người tiêu dùng.

Một đặc điểm quan trọng của cơ chế truyền dẫn lãi suất là nó tập trung vào lãi suất *thực* (không phải danh nghĩa) để tác động đến các quyết định của người tiêu dùng và kinh doanh. Ngoài ra, lãi suất thực *dài hạn* (không phải ngắn hạn) được xem là có tác động lớn đến chi tiêu. Sự thay đổi trong lãi suất danh nghĩa ngắn hạn do ngân hàng trung ương gây ra có thể dẫn đến sự thay đổi tương ứng trong lãi suất thực của cả trái phiếu ngắn hạn và dài hạn như thế nào? Chúng ta đã thấy rằng câu trả lời nằm ở hiện tượng giá cứng nhắc – việc tổng mức giá điều chỉnh chậm theo thời gian, vì vậy chính sách tiền tệ mở rộng, làm giảm lãi suất danh nghĩa ngắn hạn, cũng làm giảm lãi suất thực ngắn hạn. Lý thuyết kỳ vọng về cấu trúc kỳ hạn được mô tả trong Chương 6, nói rằng lãi suất dài hạn là trung bình của lãi suất kỳ vọng ngắn hạn trong tương lai, gợi ý rằng lãi suất thực ngắn hạn thấp hơn sẽ dẫn đến việc giảm lãi suất thực dài hạn, nếu sự sụt giảm lãi suất được kỳ vọng là sẽ kéo dài. Sau đó lãi suất thực tế thấp hơn dẫn đến sự gia tăng đầu tư cố định kinh doanh, đầu tư nhà ở, đầu tư hàng tồn kho và chi tiêu hàng tiêu dùng lâu bền, tất cả đều tạo ra sự gia tăng tổng cầu.

Việc lãi suất thực mới là nhân tố ảnh hưởng đến chi tiêu cho thấy một cơ chế quan trọng để chính sách tiền tệ có thể kích thích nền kinh tế, ngay cả khi lãi suất danh nghĩa chạm mức sàn 0 (giới hạn dưới bằng 0) trong giai đoạn giảm phát. Với lãi suất danh nghĩa ở mức sàn bằng 0, cam kết một chính sách tiền tệ mở rộng trong tương lai có thể làm tăng lạm phát kỳ vọng (π^e), do đó làm giảm lãi suất thực ($r = i - \pi^e$) ngay cả khi lãi suất danh nghĩa được cố định bằng 0 và kích thích chi tiêu qua kênh lãi suất:

$$\pi^e\uparrow \Rightarrow r\downarrow \Rightarrow I\uparrow \Rightarrow Y^{ad}\uparrow \qquad (2)$$

Do đó, cơ chế này chỉ ra rằng chính sách tiền tệ vẫn có thể có hiệu lực ngay cả khi lãi suất danh nghĩa đã được các cơ quan quản lý tiền tệ đưa về 0. Cơ chế này giải thích lý do tại sao vào tháng 12 năm 2008, Cục Dự trữ Liên bang đã sử dụng chính sách tiền tệ phi truyền thống là cam kết giữ lãi suất quỹ liên bang ở mức 0 trong một thời gian dài. Làm vậy, Fed cố gắng giữ cho kỳ vọng lạm phát không giảm nhằm đảm bảo rằng lãi suất thực tế vẫn ở

mức thấp để kích thích nền kinh tế. Ngoài ra, cam kết giữ lãi suất thấp trong một thời gian dài sẽ giúp giảm lãi suất dài hạn, điều này cũng giúp tăng chi tiêu.

Một số nhà kinh tế, chẳng hạn như John Taylor của Đại học Stanford, nói rằng các bằng chứng thực tiễn cho thấy rõ ràng tác động mạnh của lãi suất lên chi tiêu của người tiêu dùng và đầu tư thông qua chi phí vay thực tế, giúp khẳng định tính hiệu quả của cơ chế truyền dẫn tiền tệ qua lãi suất. Quan điểm của ông gây nhiều tranh cãi và nhiều nhà nghiên cứu, bao gồm Ben Bernanke, cựu chủ tịch Fed, và Mark Gertler của Đại học New York, cho rằng bằng chứng thực tiễn không hỗ trợ các tác động mạnh mẽ của lãi suất, vận hành thông qua chi phí thực của khoản vay.[1] Những nhà nghiên cứu này tìm thấy các thất bại thực chứng của cơ chế truyền dẫn tiền tệ truyền thống qua lãi suất, tạo ra động lực cho việc tìm kiếm các cơ chế truyền dẫn khác của chính sách tiền tệ.

Những cơ chế truyền dẫn này được chia thành hai loại cơ bản: những cơ chế vận hành thông qua giá tài sản không qua lãi suất và những cơ chế vận hành thông qua hiệu ứng thông tin bất cân xứng trên thị trường tín dụng (**quan điểm tín dụng**). Các cơ chế này được tóm tắt trong sơ đồ ở Hình 1.

Các kênh giá tài sản khác

Một nhược điểm của phân tích tổng cầu trong các chương trước là nó chỉ tập trung vào một giá tài sản là lãi suất, thay vì nhiều giá tài sản. Ngoài giá trái phiếu, hai giá tài sản khác cũng nhận được sự quan tâm lớn trong vai trò kênh tác động đến chính sách tiền tệ: tỷ giá hối đoái và giá cổ phần (cổ phiếu).

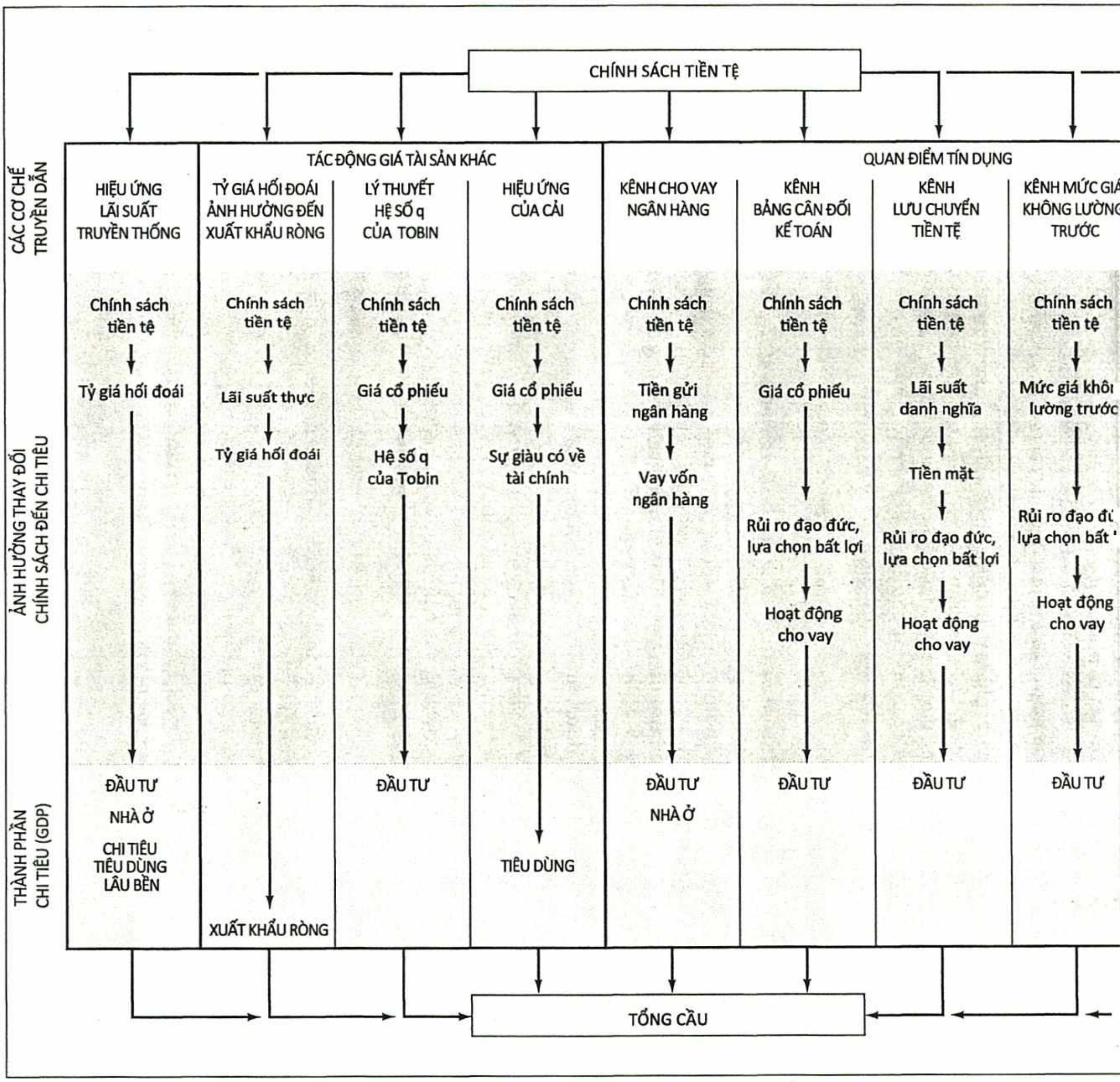
Tỷ giá hối đoái ảnh hưởng đến xuất khẩu ròng Với tính quốc tế hóa ngày càng tăng của các nền kinh tế trên toàn thế giới và sự ra đời của tỷ giá hối đoái linh hoạt, người ta càng chú ý nhiều hơn đến cách chính sách tiền tệ ảnh hưởng đến tỷ giá hối đoái, từ đó ảnh hưởng đến xuất khẩu ròng và tổng cầu.

Kênh tỷ giá hối đoái cũng liên quan đến tác động của lãi suất bởi vì, như chúng ta đã thấy trong Chương 17, khi lãi suất thực trong nước giảm, tài sản bằng đô la trong nước trở nên kém hấp dẫn hơn so với tài sản bằng ngoại tệ. Kết quả là, giá trị của tài sản đô la so với các tài sản tiền tệ khác giảm xuống, và đồng đô la giảm giá (ký hiệu là $E\downarrow$). Giá trị đồng nội tệ thấp hơn làm cho hàng hóa trong nước rẻ hơn hàng hóa nước ngoài, do đó làm tăng xuất khẩu ròng ($NX\uparrow$) và do đó làm tăng tổng cầu ($Y^{ad}\uparrow$). Sơ đồ cho cơ chế truyền tiền tệ hoạt động thông qua tỷ giá hối đoái là

$$r\downarrow \Rightarrow E\downarrow \Rightarrow NX\uparrow \Rightarrow Y^{ad}\uparrow \quad (3)$$

Lý thuyết hệ số q của Tobin Nhà kinh tế đoạt giải Nobel James Tobin đã phát triển một lý thuyết, được gọi là *hệ số q của Tobin*, giải thích cách chính sách tiền tệ tác động đến nền kinh tế thông qua tác động của nó đối với việc định giá cổ phần (cổ phiếu). Tobin định nghĩa hệ số q là giá trị thị trường của các công ty chia cho chi phí vốn thay thế. Nếu q cao, giá thị trường của các công ty cao tương đối so với chi phí vốn thay thế, và vốn nhà máy và thiết bị mới là rẻ tương đối so với giá trị thị trường của các công ty. Khi đó, các công ty có thể phát hành cổ phiếu với giá cao tương đối so với chi phí cơ sở vật chất và

[1]Đọc John Taylor, "The Monetary Transmission Mechanism: An Empirical Framework," Journal of Economic Perspectives 9 (Fall 1995): 11–26, and Ben Bernanke and Mark Gertler, "Inside the Black Box: The Credit Channel of Monetary Policy Transmission," Journal of Economic Perspectives 9 (Fall 1995): 27–48.



HÌNH 1 Mối liên hệ giữa Chính sách tiền tệ và Tổng cầu: Cơ chế truyền dẫn tiền tệ

Hình này cho thấy các kênh ảnh hưởng khác nhau của chính sách tiền tệ lên tổng cầu.

thiết bị mà họ đang mua. Chi đầu tư sẽ tăng vì các công ty có thể mua nhiều hàng hóa đầu tư mới chỉ với một lượng nhỏ cổ phiếu.

Ngược lại, khi q thấp, doanh nghiệp sẽ không mua hàng hóa đầu tư mới vì giá trị thị trường của doanh nghiệp thấp tương đối so với chi phí vốn. Nếu các công ty muốn thu được vốn khi q thấp, họ có thể mua một công ty khác với giá rẻ và gia tăng vốn cũ. Chi tiêu đầu tư, mua sắm hàng hóa đầu tư mới khi đó sẽ rất thấp. Lý thuyết hệ số q của Tobin đưa ra giải thích hợp lý về tỷ lệ chi tiêu đầu tư cực kỳ thấp trong thời kỳ Đại Khủng hoảng. Vào thời kỳ đó, giá cổ phiếu sụt giảm, đến năm 1933, giá cổ phiếu chỉ còn bằng 1/10 giá trị vào cuối năm 1929; q giảm xuống mức thấp chưa từng có.

Điểm mấu chốt của thảo luận này là mối liên hệ giữa hệ số q và chi tiêu đầu tư. Nhưng chính sách tiền tệ có thể ảnh hưởng đến giá cổ phiếu như thế nào? Rất đơn giản, lãi suất thực của trái phiếu thấp hơn có nghĩa là lợi tức kỳ vọng từ tài sản thay thế cho cổ phiếu này giảm xuống. Điều này làm cho cổ phiếu hấp dẫn hơn so với trái phiếu, và do đó cầu đối với chúng tăng lên, làm tăng giá của chúng.[2] Bằng cách kết hợp kết quả này với việc giá cổ phiếu (P_s) cao hơn sẽ dẫn đến q cao hơn và do đó chi tiêu đầu tư cao hơn. Ta có thể viết cơ chế truyền dẫn của chính sách tiền tệ như sau:

$$r\downarrow \Rightarrow P_s\uparrow \Rightarrow q\uparrow \Rightarrow I\uparrow \Rightarrow Y^{ad}\uparrow \tag{4}$$

Hiệu ứng của cải Trong quá trình tìm kiếm các cơ chế truyền dẫn tiền tệ mới, các nhà nghiên cứu cũng xem xét bảng cân đối của người tiêu dùng có thể ảnh hưởng như thế nào đến quyết định chi tiêu của họ. Franco Modigliani là người đầu tiên thực hiện phương pháp này, sử dụng giả thuyết vòng đời tiêu dùng nổi tiếng của ông. **Tiêu dùng** là chi tiêu của người tiêu dùng vào hàng hóa và dịch vụ không lâu bền.[3] Nó khác với *chi tiêu của người tiêu dùng* ở chỗ nó không bao gồm chi tiêu cho hàng tiêu dùng lâu bền. Tiền đề cơ bản của lý thuyết của Modigliani là người tiêu dùng trải đều tiêu dùng của họ theo thời gian. Do đó, tiêu dùng được xác định bởi các nguồn lực cả đời của người tiêu dùng, không chỉ thu nhập hiện tại.

Một thành phần quan trọng trong nguồn lực trọn đời của người tiêu dùng là của cải tài chính của họ, trong đó chủ yếu là cổ phiếu phổ thông. Khi giá cổ phiếu tăng, giá trị của cải tài chính tăng lên, do đó làm tăng nguồn lực lâu dài của người tiêu dùng, có nghĩa là tiêu dùng sẽ tăng lên. Khi biết, như chúng ta đã thấy, nới lỏng tiền tệ có thể dẫn đến tăng giá cổ phiếu, chúng ta hiện có một cơ chế truyền dẫn tiền tệ khác:

$$r\downarrow \Rightarrow P_s\uparrow \Rightarrow \text{của cải}\uparrow \Rightarrow \text{tiêu dùng}\uparrow \Rightarrow Y^{ad}\uparrow \tag{5}$$

Nghiên cứu của Modigliani đã phát hiện ra mối quan hệ này là một cơ chế rất mạnh mẽ, bổ sung quan trọng vào hiệu lực của chính sách tiền tệ.

Các kênh của cải và hệ số q sử dụng một khái niệm tổng quát về vốn cổ phần, vì vậy chúng cũng có thể áp dụng cho thị trường nhà ở, với nhà ở là vốn cổ phần. Giá nhà tăng, làm tăng giá của chúng so với chi phí thay thế, dẫn đến tăng q cho nhà ở, do đó kích thích sản xuất. Tương tự như vậy, giá nhà ở là thành phần cực kỳ quan trọng của sự giàu có, vì vậy sự gia tăng giá này làm tăng của cải, do đó làm tăng tiêu dùng. Do đó, việc mở rộng tiền tệ,

[2]Một cách khác để hiểu cơ chế truyền dẫn này là sử dụng mô hình được thảo luận trong Chương 7, trong đó lãi suất thực giảm làm giảm lợi suất yêu cầu khi đầu tư vào cổ phiếu và do đó làm tăng giá cổ phiếu. Khi đó, lợi suất cổ phiếu thấp hơn làm giảm chi phí tài trợ cho chi tiêu đầu tư thông qua việc phát hành cổ phiếu. Cách nhìn này về mối liên hệ giữa giá cổ phiếu và chi tiêu đầu tư về mặt hình thức tương đương với lý thuyết q củaTobin.

[3]Tiêu dùng cũng bao gồm một thành phần nhỏ khác, các dịch vụ mà người tiêu dùng nhận được từ quyền sở hữu nhà ở và hàng tiêu dùng lâu bền.

làm tăng giá nhà ở thông qua cơ chế của cải và hệ số *q* được mô tả ở đây, dẫn đến gia tăng tổng cầu.

Quan điểm tín dụng

Sự không hài lòng với câu chuyện phổ thông, cho rằng tác động của lãi suất giải thích tác động của chính sách tiền tệ đối với chi tiêu cho tài sản lâu bền, đã dẫn đến một cách giải thích mới dựa trên khái niệm thông tin bất cân xứng, là vấn đề dẫn đến ma sát tài chính trên thị trường tài chính (xem Chương 8). Cách giải thích này, được gọi là quan điểm tín dụng, đề xuất hai loại kênh truyền dẫn tiền tệ phát sinh do ma sát tài chính trên thị trường tín dụng: kênh hoạt động thông qua tác động lên cho vay ngân hàng và kênh hoạt động thông qua ảnh hưởng đến bảng cân đối của doanh nghiệp và hộ gia đình.

Kênh cho vay ngân hàng Khái niệm về kênh cho vay ngân hàng dựa trên phân tích ở Chương 8, chứng minh rằng các ngân hàng đóng một vai trò đặc thù trong hệ thống tài chính vì họ đặc biệt phù hợp để giải quyết các vấn đề thông tin bất cân xứng trên thị trường tín dụng. Do vai trò đặc thù của ngân hàng, có những người đi vay sẽ không thể tiếp cận thị trường tín dụng trừ khi họ vay từ ngân hàng. Miễn là tiền gửi ngân hàng bán lẻ không thể thay thế hoàn hảo được bằng các nguồn vốn khác, kênh truyền dẫn tiền tệ cho vay của ngân hàng hoạt động như sau: Chính sách tiền tệ mở rộng, làm tăng dự trữ ngân hàng và tiền gửi ngân hàng, làm tăng lượng cho vay ngân hàng. Bởi vì nhiều người đi vay phụ thuộc vào các khoản vay ngân hàng để tài trợ cho các hoạt động của họ, sự gia tăng các khoản vay này làm cho chi tiêu đầu tư (và có thể là tiêu dùng) tăng lên. Tác động của chính sách tiền tệ được sơ đồ hóa như sau:

$$\text{dự trữ ngân hàng}\uparrow \Rightarrow \text{tiền gửi ngân hàng}\uparrow \Rightarrow \text{vay ngân hàng}\uparrow \Rightarrow I\uparrow \Rightarrow Y^{ad}\uparrow \quad (6)$$

Một hàm ý quan trọng của quan điểm tín dụng là chính sách tiền tệ sẽ có tác động lớn hơn đến chi tiêu của các doanh nghiệp nhỏ, vốn phụ thuộc nhiều hơn vào các khoản vay ngân hàng, so với các doanh nghiệp lớn, những công ty có thể gây quỹ trực tiếp thông qua thị trường cổ phiếu và trái phiếu (và không chỉ thông qua ngân hàng.

Mặc dù cơ chế này đã được các nhà nghiên cứu xác nhận, nhưng những nghi ngờ về ảnh hưởng của kênh cho vay ngân hàng đã được nêu ra trong các nghiên cứu và có lý do để cho rằng kênh cho vay ngân hàng ở Hoa Kỳ có thể không còn mạnh như trước đây. Lý do đầu tiên khiến kênh này yếu đi là do các quy định hiện hành của Hoa Kỳ không còn áp đặt các hạn chế đối với các ngân hàng, cản trở khả năng huy động vốn của họ (xem Chương 11). Trước giữa những năm 1980, chứng chỉ tiền gửi (CD) phải chịu các yêu cầu về dự trữ và trần lãi suất tiền gửi theo Quy định Q, khiến các ngân hàng khó có thể thay thế các khoản tiền gửi chảy ra khỏi hệ thống ngân hàng trong thời kỳ tiền tệ bị thu hẹp. Với việc bãi bỏ các hạn chế quy định này, các ngân hàng có thể dễ dàng ứng phó với sự sụt giảm dự trữ ngân hàng và mất tiền gửi bán lẻ bằng cách phát hành CD theo lãi suất thị trường mà không cần phải dự phòng bằng dự trữ bắt buộc. Thứ hai, sự suy giảm trên toàn thế giới của hoạt động cho vay ngân hàng truyền thống (cũng được thảo luận trong Chương 11) đã làm cho kênh cho vay của ngân hàng kém hiệu quả hơn. Tuy nhiên, nhiều nhà kinh tế cho rằng kênh cho vay ngân hàng đóng một vai trò quan trọng trong sự phục hồi chậm chạp của Hoa Kỳ từ cuộc suy thoái 2007-2009. Tuy nhiên, kênh này có khả năng sẽ kém hiệu quả hơn trong những năm gần đây do các ngân hàng hiện đang được trả lãi cho dự trữ vượt mức của họ và do đó có ít động lực hơn để cho vay.

Kênh bảng cân đối kế toán Mặc dù kênh cho vay của ngân hàng có thể giảm tầm quan trọng, nhưng nó không có nghĩa rõ ràng là kênh tín dụng khác, kênh bảng cân đối kế toán cũng như thế. Giống như kênh cho vay của ngân hàng, kênh bảng cân đối kế toán phát sinh từ sự hiện diện của các ma sát tài chính trên thị trường tín dụng. Trong Chương 8, chúng ta đã thấy rằng giá trị ròng của các công ty kinh doanh càng thấp thì các vấn đề về lựa chọn bất lợi và rủi ro đạo đức trong việc cho vay đối với các công ty này càng trở nên nghiêm trọng hơn. Giá trị ròng thấp hơn có nghĩa là những người cho vay trên thực tế có ít tài sản thế chấp hơn cho các khoản vay của họ, do đó, thiệt hại tiềm ẩn do lựa chọn bất lợi của họ cao hơn. Giá trị ròng của các công ty giảm, làm nảy sinh vấn đề lựa chọn bất lợi, do đó dẫn đến giảm cho vay để tài trợ cho chi đầu tư. Giá trị ròng của các doanh nghiệp thấp hơn cũng làm tăng vấn đề rủi ro đạo đức bởi vì nó có nghĩa là chủ sở hữu có vốn cổ phần thấp hơn trong công ty của họ, tạo cho họ nhiều động lực hơn để tham gia vào các dự án đầu tư rủi ro. Khi người đi vay thực hiện các dự án đầu tư rủi ro hơn, nhiều khả năng người cho vay sẽ không được hoàn vốn, và do đó giá trị ròng của doanh nghiệp giảm dẫn đến giảm cho vay và do đó chi tiêu đầu tư.

Chính sách tiền tệ có thể ảnh hưởng đến bảng cân đối kế toán của các công ty theo vài cách. Việc nới lỏng chính sách tiền tệ, làm tăng giá cổ phiếu ($P_s \uparrow$) dọc theo các đường được mô tả ở trên, làm tăng giá trị ròng của các công ty và do đó dẫn đến chi tiêu đầu tư cao hơn ($I \uparrow$) và tổng cầu cao hơn ($Y^{ad} \uparrow$) vì giảm các vấn đề về lựa chọn bất lợi và rủi ro đạo đức. Điều này dẫn đến sơ đồ sau cho kênh truyền dẫn tiền tệ này trong bảng cân đối kế toán:

$$r\downarrow \Rightarrow P_s\uparrow \Rightarrow \text{giá trị ròng của công ty} \uparrow \Rightarrow \text{lựa chọn bất lợi}\downarrow, \\ \text{rủi ro đạo đức}\downarrow \Rightarrow \text{cho vay}\uparrow \Rightarrow I\uparrow \Rightarrow Y^{ad}\uparrow \qquad (7)$$

Kênh dòng tiền Một kênh bảng cân đối kế toán khác hoạt động bằng cách tác động đến dòng tiền, là sự khác biệt giữa thu và chi tiền mặt của các công ty. Chính sách tiền tệ nới lỏng, làm giảm lãi suất danh nghĩa, cũng làm cải thiện bảng cân đối kế toán của các công ty vì nó làm tăng dòng tiền. Dòng tiền gia tăng làm tăng tính thanh khoản của công ty (hoặc hộ gia đình) và do đó giúp người cho vay dễ dàng biết liệu công ty (hoặc hộ gia đình) có khả năng thanh toán các hóa đơn hay không. Kết quả là các vấn đề về lựa chọn bất lợi và rủi ro đạo đức trở nên ít nghiêm trọng hơn, dẫn đến sự gia tăng hoạt động kinh tế và cho vay. Sơ đồ sau mô tả kênh bảng cân đối kế toán thay thế này:

$$i\downarrow \Rightarrow \text{dòng tiền mặt của công ty} \uparrow \Rightarrow \text{lựa chọn bất lợi}\downarrow, \\ \text{rủi ro đạo đức}\downarrow \Rightarrow \text{cho vay}\uparrow \Rightarrow I\uparrow \Rightarrow Y^{ad}\uparrow \qquad (8)$$

Đặc điểm quan trọng của cơ chế truyền dẫn này là lãi suất danh nghĩa ảnh hưởng đến dòng tiền của các công ty. Do đó, cơ chế lãi suất này khác với cơ chế lãi suất truyền thống đã thảo luận trước đó, trong đó lãi suất thực ảnh hưởng đến đầu tư. Hơn nữa, lãi suất ngắn hạn đóng một vai trò đặc biệt trong cơ chế truyền dẫn này bởi vì việc trả lãi cho các khoản nợ ngắn hạn (chứ không phải dài hạn) thường có tác động lớn nhất đến dòng tiền của các hộ gia đình và doanh nghiệp.

Một cơ chế truyền dẫn liên quan đến lựa chọn bất lợi là hiện tượng phân bổ tín dụng. Thông qua cơ chế này, chính sách tiền tệ mở rộng nhằm giảm lãi suất có thể kích thích tổng cầu. Như đã thảo luận trong Chương 9, phân bổ tín dụng xảy ra khi người đi vay bị từ chối cho vay mặc dù họ sẵn sàng trả một mức lãi suất cao hơn. Các khoản vay bị từ chối bởi vì các cá nhân và công ty có dự án đầu tư rủi ro nhất chính xác là những người sẵn sàng trả lãi suất cao nhất bởi vì, nếu khoản đầu tư rủi ro cao thành công, họ sẽ là người hưởng lợi chính. Do đó, lãi suất cao hơn làm tăng vấn đề lựa chọn bất lợi, và lãi suất thấp hơn làm giảm nó. Khi chính sách

tiền tệ mở rộng làm giảm lãi suất, những người đi vay có rủi ro sẽ chiếm một phần nhỏ hơn trong số những người đòi hỏi các khoản vay và do đó người cho vay sẵn sàng cho vay hơn, tăng cả đầu tư và tổng cầu, dọc theo các phần của sơ đồ được đưa ra trong Phương trình 8.

Kênh mức giá không lường trước Kênh bảng cân đối kế toán thứ ba hoạt động thông qua các hiệu ứng chính sách tiền tệ trên mức giá chung. Bởi vì ở các nước công nghiệp, các khoản thanh toán nợ được cố định theo hợp đồng về danh nghĩa, sự gia tăng không lường trước được trong mức giá sẽ làm giảm giá trị nợ phải trả thực tế của các công ty (giảm gánh nặng nợ) nhưng không làm giảm giá trị thực của tài sản của các công ty. Chính sách tiền tệ nới lỏng, làm tăng lạm phát và do đó dẫn đến mức tăng giá không lường trước được (P↑), do đó làm tăng giá trị ròng thực tế, làm giảm các vấn đề lựa chọn bất lợi và rủi ro đạo đức, do đó dẫn đến tăng chi tiêu đầu tư và tổng nhu cầu, như trong giản đồ sau:

$$r\downarrow \Rightarrow \pi\uparrow \Rightarrow P \text{ không lường trước}\uparrow \Rightarrow \text{giá trị ròng thực tế của công ty}\uparrow, \text{lựa chọn bất lợi}\downarrow, \text{rủi ro đạo đức}\downarrow \Rightarrow \text{cho vay}\uparrow \Rightarrow I\uparrow \Rightarrow Y^{ad}\uparrow \quad (9)$$

Quan điểm cho rằng những biến động không lường trước trong mức giá ảnh hưởng đến tổng cầu đã có truyền thống lâu đời trong kinh tế học: Đó là trung tâm của quan điểm giảm phát nợ của thời kỳ Đại suy thoái, được nêu trong Chương 12.

Tác động đến tính thanh khoản của hộ gia đình Mặc dù hầu hết các nghiên cứu về kênh tín dụng tập trung vào chi tiêu của các doanh nghiệp, nhưng quan điểm tín dụng có thể áp dụng tốt cho chi tiêu của người tiêu dùng, đặc biệt là chi tiêu cho đồ dùng cao cấp và nhà ở. Sự sụt giảm tín dụng của ngân hàng do thu hẹp tiền tệ sẽ gây ra sự sụt giảm tương ứng trong việc mua nhà ở và hàng tiêu dùng lâu bền của những người tiêu dùng không có khả năng tiếp cận với các nguồn tín dụng khác. Tương tự, lãi suất tăng sẽ khiến bảng cân đối kế toán của các hộ gia đình xấu đi, vì dòng tiền của người tiêu dùng bị ảnh hưởng bất lợi.

Kênh bảng cân đối kế toán cũng hoạt động thông qua các tác động thanh khoản lên chi tiêu hàng tiêu dùng lâu bền và nhà ở. Những tác động này được cho là những yếu tố quan trọng trong cuộc Đại Khủng hoảng (xem hộp Đọc thêm "Bảng cân đối của người tiêu dùng và cuộc Đại Khủng hoảng"). Theo quan điểm hiệu ứng thanh khoản, tác động

Đọc thêm **Bảng cân đối của người tiêu dùng và cuộc Đại Khủng hoảng**

Những năm từ 1929 đến 1933 chứng kiến sự suy thoái tồi tệ nhất từng thấy trong bảng cân đối của người tiêu dùng ở Hoa Kỳ. Sự sụp đổ của thị trường chứng khoán năm 1929, gây ra sự suy thoái kinh tế kéo dài đến năm 1933, làm giảm giá trị tài sản của người tiêu dùng xuống 1.020 tỷ đô la (theo giá trị năm 2009), và như dự đoán, tiêu dùng giảm mạnh (199 tỷ đô la). Do mặt bằng giá cả giảm trong thời gian đó nên mức nợ thực tế mà người tiêu dùng phải gánh cũng tăng mạnh (trên 20%). Do đó, giá trị của tài sản tài chính so với số nợ giảm mạnh, làm tăng khả năng xảy ra kiệt quệ tài chính. Không có gì ngạc nhiên khi chi tiêu cho hàng tiêu dùng lâu bền và nhà ở của người tiêu dùng giảm mạnh: Từ năm 1929 đến năm 1933, chi tiêu lâu bền của người tiêu dùng giảm hơn 50%, trong khi chi tiêu cho nhà ở giảm 80%.*

*Để tìm hiểu thêm về ảnh hưởng của bảng cân đối của người tiêu dùng đối với chi tiêu trong thời kỳ Đại khủng hoảng, đọc Frederic S. Mishkin, "The Household Balance Sheet and the Great Depression," Journal of Economic History 38 (1978): 918–937.

bảng cân đối kế toán chủ yếu ảnh hưởng đến mong muốn chi tiêu của người tiêu dùng, chứ không phải đến mong muốn cho vay của người cho vay. Do thông tin không cân xứng về chất lượng của chúng, đồ dùng lâu bền và nhà ở của người tiêu dùng là những tài sản rất kém thanh khoản. Nếu người tiêu dùng cần phải bán gấp xe hơi hoặc nhà ở đang dùng của mình để huy động tiền, họ sẽ phải chịu một khoản lỗ lớn vì họ sẽ không thể nhận được toàn bộ giá trị của những tài sản này khi bán vội. (Đây cũng là biểu hiện của vấn đề những quả chanh được mô tả trong Chương 8.) Ngược lại, nếu người tiêu dùng nắm giữ các tài sản tài chính (chẳng hạn như tiền trong ngân hàng, cổ phiếu hoặc trái phiếu), họ có thể bán chúng nhanh chóng và dễ dàng với giá trị thị trường đầy đủ của chúng và tăng tiền mặt. Do đó, nếu người tiêu dùng kỳ vọng rằng họ có khả năng gặp khó khăn về tài chính, họ sẽ thích nắm giữ ít tài sản tiêu dùng lâu bền và nhà ở kém thanh khoản hơn và giữ lượng tài sản tài chính thanh khoản lớn hơn.

Bảng cân đối kế toán của người tiêu dùng có ảnh hưởng quan trọng đến ước tính của họ về khả năng gặp phải kiệt quệ tài chính trong tương lai. Cụ thể, khi người tiêu dùng có tỷ lệ tài sản tài chính tương đối lớn so với các khoản nợ của họ, ước tính của họ về xác suất gặp kiệt quệ tài chính là thấp và họ sẵn sàng mua nhà ở hoặc đồ dùng lâu bền. Khi giá cổ phiếu tăng, giá trị của tài sản tài chính cũng tăng theo; chi tiêu lâu bền của người tiêu dùng cũng sẽ tăng do người tiêu dùng có vị thế tài chính an toàn hơn và do đó ước tính thấp hơn về khả năng xảy ra kiệt quệ tài chính trong tương lai. Điều này dẫn đến một cơ chế truyền dẫn khác cho chính sách tiền tệ, một cơ chế hoạt động thông qua mối liên hệ giữa tiền và giá chứng khoán:

$$\begin{aligned} r\downarrow \Rightarrow P_s\uparrow &\Rightarrow \text{giá trị tài sản tài chính của hộ gia đình}\uparrow \\ &\Rightarrow \text{khả năng gặp kiệt quệ tài chính}\downarrow \\ &\Rightarrow \text{chi tiêu hàng tiêu dùng lâu bền và nhà ở}\uparrow \Rightarrow Y^{ad}\uparrow \qquad (10) \end{aligned}$$

Tính thanh khoản kém của tài sản hàng tiêu dùng lâu bền và nhà ở cung cấp một lý do khác tại sao nới lỏng tiền tệ, làm giảm lãi suất và do đó làm tăng dòng tiền cho người tiêu dùng, dẫn đến tăng chi tiêu cho nhà ở và đồ dùng cao cấp. Dòng tiền tiêu dùng tăng lên làm giảm khả năng gặp kiệt quệ tài chính, làm tăng mong muốn của người tiêu dùng trong việc sở hữu hàng hóa lâu bền và nhà ở, do đó tăng chi tiêu cho các mặt hàng này và do đó làm tăng tổng cầu. Điểm khác biệt duy nhất giữa quan điểm này về tác động của dòng tiền và quan điểm được nêu trong Công thức 8 là theo quan điểm này, không phải sự sẵn sàng cho vay của người cho vay đối với người tiêu dùng mà là sự sẵn sàng chi tiêu của người tiêu dùng khiến chi tiêu tăng lên.

Tại sao các kênh tín dụng có thể có vai trò quan trọng?

Có ba lý do để tin rằng kênh tín dụng là cơ chế truyền dẫn tiền tệ quan trọng. Thứ nhất, nhiều bằng chứng về hành vi của các công ty riêng lẻ ủng hộ quan điểm rằng ma sát tài chính thuộc nhóm quan trọng đối với hoạt động của các kênh tín dụng có ảnh hưởng đến các quyết định về việc làm và chi tiêu của các công ty. Thứ hai, bằng chứng cho thấy các doanh nghiệp nhỏ (có nhiều khả năng bị hạn chế tín dụng) bị tổn hại nhiều hơn bởi chính sách thắt chặt tiền tệ so với các doanh nghiệp lớn, những doanh nghiệp ít chịu hạn chế tín dụng. Thứ ba, và có thể hấp dẫn nhất, quan điểm thông tin bất cân xứng về các ma sát tài chính, cốt lõi của phân tích kênh tín dụng, là một cấu trúc lý thuyết hữu ích trong việc giải thích nhiều hiện tượng kinh tế quan trọng khác, chẳng hạn như tại sao nhiều định chế tài chính tồn tại, tại sao hệ thống tài chính của chúng ta có cấu trúc như vậy, và tại sao các cuộc khủng hoảng tài chính lại gây tổn hại đến nền kinh tế (các chủ đề được thảo luận trong Chương 8 và 12). Một lý thuyết tốt phải có tính hữu ích đã được chứng minh trong

một loạt các ứng dụng. Theo tiêu chuẩn này, có nhiều lý do để khuyến nghị lý thuyết thông tin bất đối xứng vì nó ủng hộ vai trò cơ chế truyền dẫn tiền tệ quan trọng của các kênh tín dụng.

ỨNG DỤNG Đại Suy thoái

Với sự xuất hiện của cuộc khủng hoảng tài chính vào mùa hè năm 2007, Fed bắt đầu nới lỏng chính sách tiền tệ rất tích cực. Fed đã giảm lãi suất quỹ liên bang mục tiêu từ $5\frac{1}{4}$% xuống 0% trong khoảng thời gian 15 tháng từ tháng 9 năm 2007 đến tháng 12 năm 2008. Lúc đầu, có vẻ như các hành động của Fed sẽ giữ cho tốc độ tăng trưởng chậm lại và ngăn chặn suy thoái. Tuy nhiên, nền kinh tế có vẻ yếu hơn dự kiến của Fed hoặc các nhà dự báo tư nhân, và cuộc suy thoái nghiêm trọng nhất của thời kỳ sau Thế chiến II bắt đầu vào tháng 12 năm 2007. Tại sao nền kinh tế lại trở nên yếu ớt bất chấp sự sụt giảm nhanh bất thường công cụ chính sách của Fed?

Cuộc khủng hoảng tài chính đã dẫn đến những tác động tiêu cực đến nền kinh tế từ nhiều kênh mà chúng ta đã nêu ở trên. Mức độ vỡ nợ vay thế chấp dưới chuẩn ngày càng tăng, khiến giá trị của các chứng khoán đảm bảo bằng vay thế chấp và CDO sụt giảm, dẫn đến những khoản lỗ lớn trên bảng cân đối kế toán của các tổ chức tài chính. Vì bảng cân đối kế toán yếu hơn, các định chế tài chính này bắt đầu hạ đòn bẩy và cắt giảm các khoản cho vay. Khi không còn ai khác để thu thập thông tin và cho vay, các vấn đề về lựa chọn bất lợi và rủi ro đạo đức, và theo đó là ma sát tài chính đã gia tăng trên thị trường tín dụng, dẫn đến suy thoái của nền kinh tế. Chênh lệch tín dụng cũng tăng vọt với sự gia tăng bất ổn gây ra bởi sự thất bại của rất nhiều thị trường tài chính. Sự sụt giảm của thị trường chứng khoán và giá nhà đất cũng làm suy yếu nền kinh tế vì chúng làm giảm tài sản của các hộ gia đình. Sự sụt giảm của tài sản hộ gia đình tạo ra sự sụt giảm trong Tobin's q, khiến chi tiêu của người tiêu dùng bị hạn chế và chi tiêu đầu tư yếu hơn.

Với tất cả các kênh này đang hoạt động, không có gì ngạc nhiên khi bất chấp việc Fed tích cực hạ lãi suất quỹ liên bang, nền kinh tế vẫn bị ảnh hưởng lớnt. ◆

BÀI HỌC CHÍNH SÁCH TIỀN TỆ

Chúng ta có thể rút ra bài học hữu ích nào về việc thực hiện chính sách tiền tệ phù hợp từ những phân tích trong chương này? Bốn bài học cơ bản có thể được học.

1. ***Sẽ là nguy hiểm nếu liên tục nới lỏng hoặc thắt chặt chính sách tiền tệ bằng việc giảm hoặc tăng lãi suất danh nghĩa ngắn hạn.*** Bởi vì hầu hết các ngân hàng trung ương sử dụng lãi suất danh nghĩa ngắn hạn - điển hình là lãi suất liên ngân hàng - làm công cụ điều hành chính trong chính sách tiền tệ của họ, nên có nguy cơ là các ngân hàng trung ương và công chúng sẽ coi lãi suất danh nghĩa ngắn hạn là chỉ báo về lập trường của chính sách tiền tệ. Ta thấy các tuyên bố thường luôn gắn thắt chặt tiền tệ với tăng tỷ giá liên ngân hàng và nới lỏng tiền tệ với giảm tỷ giá liên ngân hàng. Trong cuốn sách này sai lầm đó không gặp phải vì chúng ta đã cẩn thận khi gắn nới lỏng hoặc thắt chặt tiền tệ với những thay đổi của lãi suất thực chứ không phải lãi suất danh nghĩa.

2. ***Ngoài giá của các công cụ nợ ngắn hạn, giá các tài sản khác cũng chứa thông tin quan trọng về lập trường của chính sách tiền tệ vì chúng là nhân tố quan trọng trong các cơ chế truyền dẫn chính sách tiền tệ khác nhau.*** Như bạn đã thấy trong chương này, các

nhà kinh tế học đã đi được một chặng đường dài để hiểu rằng các giá tài sản khác ngoài lãi suất cũng có ảnh hưởng lớn đến tổng cầu. Như chúng ta đã thấy trong Hình 1, giá tài sản như giá cổ phiếu, tỷ giá hối đoái và giá nhà ở đóng một vai trò quan trọng trong cơ chế truyền dẫn tiền tệ. Hơn nữa, các kênh bổ sung, chẳng hạn như các kênh hoạt động thông qua tỷ giá hối đoái, hệ số *q* của Tobin và hiệu ứng của cải, cung cấp thêm bằng chứng rằng giá tài sản khác đóng một vai trò quan trọng trong cơ chế truyền dẫn tiền tệ. Mặc dù các nhà kinh tế học không nhất trí với nhau về việc kênh truyền dẫn tiền tệ nào là quan trọng nhất - không có gì đáng ngạc nhiên, vì các nhà kinh tế học, đặc biệt là những người trong giới học thuật, luôn thích các tranh luận hữu ích - đồng tình rằng ngoài giá của các công cụ nợ ngắn hạn, giá các tài sản khác cũng đóng vai trò quan trọng trong tác động của chính sách tiền tệ đối với nền kinh tế.

Việc thừa nhận vai trò của giá các tài sản khác có ý nghĩa quan trọng đối với chính sách tiền tệ. Khi chúng ta cố gắng đánh giá lập trường của một chính sách, điều quan trọng là chúng ta phải xem xét giá tài sản khác ngoài lãi suất ngắn hạn. Ví dụ, nếu lãi suất ngắn hạn thấp, thậm chí bằng 0 mà giá cổ phiếu thấp, giá nhà đất thấp, đồng nội tệ cao thì chính sách tiền tệ rõ ràng là thắt chặt, không phải là nới lỏng.

3. Chính sách tiền tệ có thể có hiệu quả trong việc vực dậy một nền kinh tế yếu kém ngay cả khi lãi suất ngắn hạn đã gần bằng không. Gần đây chúng ta đã bước vào một thế giới mà lạm phát không phải lúc nào cũng là chuẩn mực. Ví dụ, Nhật Bản gần đây đã trải qua một thời kỳ giảm phát trong đó mức giá thực sự giảm xuống. Tại Hoa Kỳ, lãi suất quỹ liên bang chạm mức sàn 0 vào cuối năm 2008. Một quan điểm phổ biến là khi một ngân hàng trung ương đã giảm lãi suất danh nghĩa ngắn hạn xuống gần bằng 0, chính sách tiền tệ không thể làm gì hơn để kích thích nền kinh tế. Các cơ chế truyền dẫn của chính sách tiền tệ được mô tả ở đây chỉ ra rằng quan điểm này là sai. Như đã chỉ ra trong phần thảo luận của chúng ta về các yếu tố ảnh hưởng đến cơ sở tiền tệ trong Chương 14, chính sách tiền tệ mở rộng nhằm tăng tính thanh khoản trong nền kinh tế có thể được thực hiện thông qua việc mua trên thị trường mở, mà không nhất thiết phải là chứng khoán chính phủ ngắn hạn. Ví dụ, việc mua chứng khoán tư nhân, như Cục Dự trữ Liên bang đã thực hiện vào năm 2009, có thể giảm bớt ma sát tài chính bằng cách giảm chênh lệch tín dụng và kích thích chi tiêu đầu tư. Ngoài ra, cam kết về chính sách tiền tệ mở rộng trong tương lai giúp phục hồi nền kinh tế bằng cách nâng cao kỳ vọng lạm phát và bằng cách phục hồi giá tài sản khác, sau đó kích thích tổng cầu thông qua các kênh nêu ở đây. Các chính sách tiền tệ phi truyền thống thảo luận trong Chương 15 thuộc nhóm này. Các chính sách tiền tệ phi truyền thống có thể đóng vai trò một động lực mạnh mẽ trong việc hồi sinh các nền kinh tế đang trải qua giảm phát và có lãi suất ngắn hạn gần bằng không. Như chúng ta đã thấy trong Chương 12, chính sách tiền tệ phi truyền thống quyết liệt trong cuộc khủng hoảng tài chính gần đây đã giúp ngăn chặn cuộc Đại Suy thoái chuyển thành cuộc Đại Khủng hoảng và cũng giúp nền kinh tế tránh được giai đoạn giảm phát như đã xảy ra trong thời kỳ Đại Khủng hoảng

4. Tránh những biến động không lường trước được về mặt bằng giá cả là một mục tiêu quan trọng của chính sách tiền tệ, do đó tạo cơ sở lý luận cho việc coi ổn định giá cả là mục tiêu dài hạn chính của chính sách tiền tệ. Như chúng ta đã thấy trong Chương 16, các ngân hàng trung ương trong những năm gần đây đã chú trọng nhiều hơn đến ổn định giá cả như là mục tiêu dài hạn chính của chính sách tiền tệ. Một số lý do hợp lý cho mục tiêu này đã được đề xuất, bao gồm tác động không mong muốn của sự bất định về mức giá trong tương lai đối với các quyết định kinh doanh và đối với năng suất, là sự sai lệch liên quan đến sự tương tác của hợp đồng danh nghĩa và hệ thống thuế với lạm phát, và xung đột xã hội gia tăng do lạm phát. Thảo luận về các cơ chế truyền dẫn tiền tệ cung cấp thêm một

lý do tại sao sự ổn định giá lại quan trọng như vậy. Như chúng ta đã thấy, những biến động không lường trước được trong lạm phát có thể gây ra kết quả không mong muốn là những biến động không lường trước được trong sản lượng. Phải hiểu rằng, như đã phân tích trong Chương 12, giảm phát giá có thể đóng vai trò quan trọng dẫn đến một cuộc khủng hoảng tài chính kéo dài, như đã xảy ra trong thời kỳ Đại Khủng hoảng. Do đó, sự hiểu biết về các cơ chế truyền dẫn tiền tệ cho thấy rõ ràng rằng mục tiêu ổn định giá là cần thiết vì nó làm giảm sự không chắc chắn về mức giá trong tương lai. Mục tiêu ổn định giá ngụ ý rằng lạm phát âm ít nhất cũng tệ như lạm phát quá cao. Vì mối đe dọa của các cuộc khủng hoảng tài chính, các ngân hàng trung ương cần phải rất nỗ lực để ngăn chặn giảm phát giá.

ỨNG DỤNG Áp dụng các bài học chính sách tiền tệ cho hai thập niên mất mát của Nhật Bản

Cho đến năm 1990, có vẻ như Nhật Bản có thể vượt qua Hoa Kỳ về thu nhập bình quân đầu người. Từ đầu những năm 1990 cho đến năm 2012, trong suốt những năm được gọi là "hai thập niên mất mát", nền kinh tế Nhật Bản trì trệ, với giảm phát và tăng trưởng thấp. Kết quả là mức sống của Nhật Bản ngày càng thấp hơn so với Hoa Kỳ. Nhiều nhà kinh tế cho rằng chính sách tiền tệ của Nhật Bản một phần là nguyên nhân dẫn đến hoạt động kém hiệu quả của nền kinh tế Nhật Bản trong giai đoạn này. Liệu chính sách tiền tệ của Nhật Bản có thể hoạt động tốt hơn nếu Nhật Bản áp dụng bốn bài học được nêu trong phần trước?

Bài học đầu tiên cho thấy rằng thật nguy hiểm khi nghĩ rằng lãi suất giảm luôn có nghĩa là chính sách tiền tệ đã được nới lỏng. Vào giữa những năm 1990, khi lãi suất ngắn hạn bắt đầu giảm, xuống gần bằng 0 vào cuối những năm 1990 và đầu những năm 2000, các cơ quan quản lý tiền tệ ở Nhật Bản đã cho rằng chính sách tiền tệ là đủ mở rộng. Giờ đây, nhiều người đã công nhận rằng quan điểm này là không chính xác, bởi vì tỷ lệ lạm phát giảm và cuối cùng là âm ở Nhật Bản có nghĩa là lãi suất thực tế thực sự khá cao và chính sách tiền tệ là thắt chặt chứ không phải nới lỏng. Nếu các cơ quan quản lý tiền tệ ở Nhật Bản làm theo lời khuyên của bài học đầu tiên, họ có thể đã theo đuổi một chính sách tiền tệ mở rộng hơn, điều này sẽ giúp thúc đẩy nền kinh tế.

Bài học thứ hai gợi ý rằng các nhà hoạch định chính sách tiền tệ nên chú ý đến giá tài sản khác, ngoài giá của các công cụ nợ ngắn hạn, khi đánh giá lập trường của chính sách tiền tệ. Đồng thời với việc lãi suất ở Nhật Bản đang giảm, giá cổ phiếu và bất động sản đang giảm, do đó cho thấy một dấu hiệu khác cho thấy chính sách tiền tệ của Nhật Bản không hề mở rộng. Hiểu biết về bài học thứ hai có thể đã khiến các nhà hoạch định chính sách tiền tệ Nhật Bản sớm nhận ra rằng họ cần một chính sách tiền tệ mở rộng hơn.

Bài học thứ ba chỉ ra rằng chính sách tiền tệ vẫn có thể hiệu quả ngay cả khi lãi suất ngắn hạn gần bằng không. Các quan chức của Ngân hàng Trung ương Nhật Bản thường xuyên tuyên bố rằng họ bất lực trong việc kích thích nền kinh tế vì lãi suất ngắn hạn đã giảm xuống gần bằng không. Nếu nhận ra chính sách tiền tệ có thể hiệu quả ngay cả khi lãi suất gần bằng 0, như đề xuất của bài học thứ ba, các cơ quan quản lý tiền tệ Nhật Bản có thể đã thực hiện các hành động chính sách tiền tệ kích thích tổng cầu bằng cách tăng giá tài sản khác và kỳ vọng lạm phát.

Bài học thứ tư chỉ ra rằng nên tránh những biến động không lường trước được trong mức giá. Nếu các cơ quan quản lý tiền tệ Nhật Bản tuân thủ bài học này, họ có thể đã nhận ra rằng việc cho phép giảm phát xảy ra có thể gây tổn hại rất lớn cho nền kinh tế và việc giảm phát như vậy không phù hợp với mục tiêu ổn định giá cả.

Bốn bài học về chính sách tiền tệ này cuối cùng đã được Ngân hàng Trung ương Nhật Bản ghi nhớ. Như chúng ta đã thảo luận trong Chương 23, chính sách tiền tệ ở Nhật Bản đã trải qua một sự thay đổi mạnh mẽ kể từ năm 2013, sang một chính sách tiền tệ phi truyền thống, có tính mở rộng cao với mục tiêu lạm phát cao hơn. Kể từ đó, nền kinh tế Nhật Bản đã được cải thiện, với tỷ lệ thất nghiệp giảm xuống. Tuy nhiên, mặc dù tỷ lệ lạm phát đã tăng nhưng vẫn ở mức thấp, thấp hơn nhiều so với mục tiêu lạm phát 2% của Ngân hàng Trung ương Nhật Bản. •

TÓM LƯỢC

1. Cơ chế truyền dẫn của chính sách tiền tệ bao gồm các kênh lãi suất truyền thống hoạt động thông qua chi phí thực của việc đi vay và tác động đến đầu tư; các kênh giá tài sản khác như hiệu ứng tỷ giá hối đoái, lý thuyết Tobin's q, và hiệu ứng của cải; và các kênh quan điểm tín dụng — kênh cho vay ngân hàng, kênh bảng cân đối kế toán, kênh dòng tiền, kênh mức giá không lường trước và ảnh hưởng thanh khoản của hộ gia đình.
2. Bốn bài học cho chính sách tiền tệ có thể được rút ra từ chương này: (1) Sẽ rất nguy hiểm nếu liên tục gắn việc nới lỏng hoặc thắt chặt chính sách tiền tệ với việc giảm hoặc tăng lãi suất danh nghĩa ngắn hạn; (2) giá tài sản khác ngoài giá của các công cụ nợ ngắn hạn chứa đựng những thông tin quan trọng về lập trường của chính sách tiền tệ vì chúng là những yếu tố quan trọng trong cơ chế truyền dẫn chính sách tiền tệ; (3) chính sách tiền tệ có thể có hiệu quả trong việc vực dậy nền kinh tế yếu kém ngay cả khi lãi suất ngắn hạn đã gần bằng 0; và (4) tránh những biến động không lường trước được về mặt bằng giá cả là một mục tiêu quan trọng của chính sách tiền tệ, do đó tạo cơ sở lý luận cho việc ổn định giá cả là mục tiêu dài hạn chính của chính sách tiền tệ.

THUẬT NGỮ QUAN TRỌNG

chi tiêu hàng tiêu dùng lâu bền, 609
tiêu dùng, 612
quan điểm tín dụng, 610
cơ chế truyền dẫn của chính sách tiền tệ, 608

CÂU HỎI

Tất cả các câu hỏi đều có trong MyLab Economics tại www.pearson.com/mylab/economics.

1. Từ năm 2008 đến năm 2017, lãi suất cho vay mua ô tô tại Hoa Kỳ đã giảm từ khoảng 8% xuống gần mức thấp nhất lịch sử khoảng 4,5%. Đồng thời, doanh số bán ô tô tăng lên gần mức cao trong lịch sử vào năm 2017. Làm thế nào, nếu hoàn toàn, điều này có liên quan đến các cơ chế truyền tiền tệ như thế nào?
2. "Với việc tiêu dùng chiếm gần 2/3 tổng GDP, điều này có nghĩa là lãi suất, tài sản và các kênh thanh khoản hộ gia đình là những kênh chính sách tiền tệ quan trọng nhất ở Hoa Kỳ" Nhận định này đúng, sai hay không chắc chắn? Giải thích câu trả lời của bạn.
3. Tại sao kênh lãi suất vẫn hoạt động khi lãi suất danh nghĩa ngắn hạn ở mức giới hạn dưới bằng 0?
4. Lars Svensson, cựu giáo sư Princeton và là phó thống đốc ngân hàng trung ương Thụy Điển, tuyên bố rằng khi một nền kinh tế có nguy cơ rơi vào tình trạng giảm phát, các ngân hàng trung ương nên "vô trách nhiệm một cách có trách nhiệm" với các chính sách mở rộng tiền tệ. Điều này có nghĩa là gì và nó liên quan như thế nào đến các cơ chế truyền dẫn tiền tệ?
5. Mô tả một ưu điểm và nhược điểm của thực tế là chính sách tiền tệ có rất nhiều kênh khác nhau mà nó có thể vận hành.
6. " Nếu các quốc gia cố định tỷ giá hối đoái của họ, thì kênh tỷ giá hối đoái của chính sách tiền tệ sẽ không tồn tại." Tuyên bố này đúng, sai hay không chắc chắn? Giải thích câu trả lời của bạn.
7. Trong cuộc suy thoái 2007-2009, giá trị cổ phiếu phổ thông tính theo giá trị thực đã giảm hơn 50%. Sự suy giảm này của thị trường chứng khoán có thể ảnh hưởng đến tổng cầu và do đó góp phần vào mức độ nghiêm trọng của suy thoái như thế nào? Hãy trình bày cụ thể về các cơ chế mà

sự suy giảm của thị trường chứng khoán ảnh hưởng đến nền kinh tế.

8. "Chi phí tài trợ đầu tư chỉ là lãi suất; do đó, cách duy nhất mà chính sách tiền tệ có thể ảnh hưởng đến chi tiêu đầu tư là thông qua tác động của nó đối với lãi suất". Tuyên bố này đúng, sai hay không chắc chắn? Giải thích câu trả lời của bạn.

9. Từ đầu năm 2009 đến mùa thu năm 2017, chỉ số chứng khoán S&P 500 đã tăng tích lũy 260%, tương đương 30% mỗi năm. Trong cùng thời kỳ, một chỉ số về niềm tin của người tiêu dùng đã tăng từ 56 lên chỉ dưới 100 (hoặc tăng tích lũy khoảng 80%). Giải thích điều này liên quan như thế nào đến các cơ chế truyền dẫn tiền tệ.

10. Từ giữa năm 2008 đến đầu năm 2009, chỉ số trung bình công nghiệp Dow Jones đã giảm hơn 50%, trong khi lãi suất thực ở mức thấp hoặc đang giảm. Kịch bản này cho thấy điều gì đáng lẽ đã xảy ra với đầu tư?

11. Kinh tế gia đoạt giải Nobel, Franco Modigliani nhận thấy rằng các cơ chế truyền dẫn quan trọng nhất của chính sách tiền tệ liên quan đến chi tiêu của người tiêu dùng. Mô tả cách hoạt động của ít nhất hai trong số các cơ chế này.

12. Vào cuối những năm 1990, thị trường chứng khoán tăng nhanh chóng, nền kinh tế đang phát triển, và Cục Dự trữ Liên bang giữ lãi suất tương đối thấp. Bình luận về lập trường chính sách này sẽ ảnh hưởng như thế nào đến nền kinh tế trong mối quan hệ với các cơ chế truyền dẫn Tobin q.

13. Trong và sau cuộc khủng hoảng tài chính toàn cầu, Fed đã giảm lãi suất cho vay xuống gần bằng không. Đồng thời, thị trường chứng khoán rớt giá thê thảm và giá trị thị trường nhà đất giảm mạnh. Nhận xét về hiệu quả của chính sách tiền tệ trong thời kỳ này đối với kênh của cải.

14. Từ tháng 8 năm 2014 đến tháng 8 năm 2017, Fed tiếp tục nhắc lại rằng chính sách tiền tệ là 'mở rộng.' Và trong thời gian này, dự trữ dư thừa của các ngân hàng đã giảm từ khoảng 2,67 nghìn tỷ USD xuống còn khoảng 2 nghìn tỷ USD, giảm khoảng 25%. Điều này nói lên điều gì về kênh cho vay của ngân hàng?

15. Tại sao quan điểm tín dụng lại cho rằng chính sách tiền tệ có tác động nhiều hơn đến các doanh nghiệp nhỏ hơn là các doanh nghiệp lớn?

16. Tại sao kênh cho vay của ngân hàng ngày nay kém hiệu quả hơn so với trước đây?

17. Nếu sự lựa chọn bất lợi và rủi ro đạo đức gia tăng, điều này ảnh hưởng như thế nào đến khả năng của chính sách tiền tệ trong việc giải quyết suy thoái kinh tế?

18. Cuộc Đại Khủng hoảng chứng minh kênh mức giá không lường trước được như thế nào?

19. Hiệu ứng của cải và hiệu ứng thanh khoản hộ gia đình giống nhau như thế nào? Chúng khác nhau như thế nào?

20. Sau cuộc khủng hoảng tài chính toàn cầu, lãi suất vay thế chấp đã đạt mức thấp kỷ lục vào năm 2013 và một lần nữa vào năm 2016.

    a. Theo kênh hiệu ứng thanh khoản hộ gia đình thì điều này có ảnh hưởng gì đến nền kinh tế?

    b. Trong phần lớn thời gian này, hầu hết các ngân hàng đã nâng cao tiêu chuẩn tín dụng của họ lên đáng kể, khiến việc đủ điều kiện cho các khoản vay mua nhà và tái cấp vốn cho các khoản vay hiện có trở nên khó khăn hơn nhiều. Thông tin này thay đổi câu trả lời của bạn cho phần (a) thế nào?

21. "Nếu lãi suất huy động vốn bằng 0, Fed không còn có thể thực hiện chính sách điều chỉnh hiệu quả." Tuyên bố này đúng, sai hay không chắc chắn? Giải thích.

22. Vào tháng 12 năm 2015, Fed đã tăng lãi suất cho vay lần đầu tiên trong gần một thập kỷ, và dần dần tăng lãi suất trong một thời gian dài sau đó. Tuy nhiên, Fed tiếp tục nhắc lại trong các tuyên bố chính sách của mình trong thời gian này rằng "lập trường của chính sách tiền tệ vẫn là mở rộng." Giải thích sự mâu thuẫn dường như này.

23. Nhìn chung, nếu giá cổ phiếu tăng, tiêu dùng tăng mạnh, giá nhà tăng cao và tỷ lệ thất nghiệp thấp, bạn sẽ phân loại chính sách tiền tệ là thắt chặt hay mở rộng?

24. Kinh nghiệm của Nhật Bản trong "hai thập niên mất mát" hỗ trợ cho bốn bài học về chính sách tiền tệ được nêu trong chương này như thế nào?

BÀI TẬP ÁP DỤNG

Tất cả các bài tập áp dụng đều có trong MyLab Economics tại www.pearson.com/mylab/economics.

25. Giả sử nền kinh tế đang suy thoái và các nhà hoạch định chính sách tiền tệ giảm lãi suất trong nỗ lực ổn định nền kinh tế. Sử dụng biểu đồ tổng cung và cầu để chứng minh tác động của việc nới lỏng tiền tệ khi các cơ chế truyền dẫn hoạt động bình thường và khi các cơ chế truyền dẫn hoạt động yếu, chẳng hạn như trong thời kỳ suy thoái sâu hoặc khi có những ma sát tài chính đáng kể.

BÀI TẬP PHÂN TÍCH DỮ LIỆU

Các bài tập được cập nhật bằng dữ liệu thời gian thực trong MyLab Economics và có thể dùng để thực hành hoặc để làm bài tập lớn.

1. "Chu kỳ lãi suất" là một khoảng thời gian của chính sách tiền tệ trong đó lãi suất quỹ liên bang di chuyển từ điểm thấp lên điểm cao hoặc ngược lại, để đáp ứng các điều kiện của chu kỳ kinh doanh. Truy cập cơ sở dữ liệu FRED của Cục Dự trữ Liên bang St. Louis và tìm dữ liệu về lãi suất quỹ liên bang (FEDFUNDS), đầu tư cố định kinh doanh thực (PNFIC96), đầu tư dân cư thực (PRFIC96) và chi tiêu hàng tiêu dùng lâu bền (PCDGCC96). Sử dụng cài đặt tần suất để chuyển đổi dữ liệu lãi suất quỹ liên bang thành "quarterly" và tải xuống dữ liệu.
    a. Chu kỳ lãi suất cuối cùng bắt đầu và kết thúc khi nào? (Lưu ý: Nếu một chu kỳ lãi suất hiện đang diễn ra, hãy sử dụng thời kỳ hiện tại làm thời kỳ kết thúc.) Chu kỳ lãi suất này là chu kỳ lãi suất thu hẹp hay mở rộng?
    b. Tính tỷ lệ phần trăm thay đổi trong đầu tư cố định kinh doanh, đầu tư nhà ở (nhà ở) và chi tiêu lâu bền của người tiêu dùng trong chu kỳ lãi suất này.
    c. Dựa trên câu trả lời của bạn cho phần (a) và (b), kênh lãi suất truyền thống của chính sách tiền tệ đã hiệu quả như thế nào trong chu kỳ lãi suất này?

2. Như được định nghĩa trong Bài tập 1, "chu kỳ lãi suất" là một khoảng thời gian của chính sách tiền tệ trong đó lãi suất quỹ liên bang di chuyển từ điểm thấp lên điểm cao hoặc ngược lại, để đáp ứng các điều kiện của chu kỳ kinh doanh. Truy cập cơ sở dữ liệu FRED của Cục Dự trữ Liên bang St. Louis và tìm dữ liệu về lãi suất quỹ liên bang (FEDFUNDS), dự trữ ngân hàng (TOTRESNS), tiền gửi ngân hàng (TCDSL), các khoản vay thương mại và công nghiệp (BUSLOANS), các khoản vay bất động sản (REALLN), đầu tư cố định kinh doanh thực (PNFIC96) và đầu tư vào dân cư thực tế (PRFIC96). Sử dụng cài đặt tần suất để chuyển đổi dữ liệu lãi suất quỹ liên bang, dự trữ ngân hàng, tiền gửi ngân hàng, các khoản vay thương mại và công nghiệp và các khoản vay bất động sản thành "quarterly" và tải xuống dữ liệu.
    a. Chu kỳ lãi suất cuối cùng bắt đầu và kết thúc khi nào? (Lưu ý: Nếu một chu kỳ lãi suất hiện đang được xử lý, hãy sử dụng thời kỳ hiện tại làm thời kỳ kết thúc.) Chu kỳ lãi suất này là chu kỳ lãi suất thu hẹp hay mở rộng?
    b. Tính toán phần trăm thay đổi trong tiền gửi ngân hàng, cho vay ngân hàng, đầu tư cố định kinh doanh thực và đầu tư thực tế vào nhà ở (nhà ở) trong chu kỳ lãi suất này.
    c. Dựa trên câu trả lời của bạn cho phần (a) và (b), kênh cho vay của chính sách tiền tệ ngân hàng đã hiệu quả như thế nào trong chu kỳ lãi suất này?

BÀI TẬP WEB

1. Truy cập http://www.econlib.org/library/Enc1/Recessions.html và xem tài liệu về suy thoái.
    a. Định nghĩa chính thức của suy thoái là gì?
    b. Các vấn đề với định nghĩa là gì?
    c. Ba chữ D được Văn phòng Nghiên cứu Kinh tế Quốc gia (NBER) sử dụng để định nghĩa suy thoái là gì?
    d. Xem lại Biểu đồ 1. Xu hướng nào là rõ ràng về độ dài của các cuộc suy thoái?

2. Leo Krippner, một nhà kinh tế học tại Ngân hàng Dự trữ New Zealand, công bố một thước đo 'Kích thích tiền tệ hiệu quả' (EMS- Effective Monetary Stimulus'), được thiết kế để đánh giá lập trường của chính sách tiền tệ của Hoa Kỳ. Truy cập trang web http://www.rbnz.govt.nz/research-and-publications/research-programme/additional-research/measures-of-the-stance-of-united-states-monetary-policy và đọc biện pháp EMS. Chính sách tiền tệ ngày càng trở nên chặt chẽ hơn, hoặc lỏng hơn theo phép đo này?

TRANG WEB THAM KHẢO

http://www.conference-board.org/ Một trang web chứa dữ liệu phong phú về các yếu tố xác định chu kỳ kinh doanh.

THUẬT NGỮ

animal spirits Những làn sóng lạc quan và bi quan ảnh hưởng đến mức độ sẵn sàng chi tiêu của người tiêu dùng và doanh nghiệp. 483

arbitrage (kinh doanh chênh lệch) Quá trình triệt tiêu cơ hội kiếm lời phi rủi ro trên một thị trường. 151

arbitrage pháp lý Một quy trình trong đó các ngân hàng lưu giữ trên sổ sách các tài sản tương đối rủi ro, chẳng hạn như khoản vay cho một công ty có xếp hạng tín dụng rất thấp, trong khi đưa các tài sản có rủi ro thấp ra ngoài, chẳng hạn như khoản vay cho một công ty có xếp hạng tín nhiệm rất cao. Trong kinh doanh chênh lệch pháp lý, các tài sản rủi ro và rủi ro thấp có cùng yêu cầu vốn dựa trên rủi ro. 223

bán khoản vay (loan sale) Việc bán thông qua hợp đồng (còn được gọi là tham gia vay thứ cấp) toàn bộ hoặc một phần dòng tiền từ một khoản vay cụ thể, do đó xóa khoản vay đó khỏi bảng cân đối của ngân hàng. 210

bán khống (short sales) Mượn cổ phiếu từ các nhà môi giới và sau đó bán cổ phiếu trên thị trường, với hy vọng thu được lợi nhuận bằng cách mua lại cổ phiếu ("bù khống") sau khi nó đã giảm giá. 158

bán tháo (fire sales) Buộc phải bán gấp tài sản để gây quỹ cần thiết. 272

bán trên thị trường mở (open market sale) Việc Fed bán trái phiếu. 321

bản vị vàng (gold standard) Một chế độ tỷ giá hối đoái cố định, theo đó một đồng tiền có thể chuyển đổi trực tiếp thành vàng. 439

bảng cân đối kế toán (balance sheet) Một danh sách cân đối về tài sản và nợ phải trả của một ngân hàng (hoặc công ty): Tổng tài sản bằng tổng nợ phải trả cộng với vốn. 188

bảo lãnh phát hành (underwrite) Mua chứng khoán từ một công ty với giá xác định trước và sau đó bán lại chúng trên thị trường. 42

bẫy thanh khoản (liquidity trap) Là trường hợp cầu tiền siêu nhạy cảm với lãi suất, tại đó chính sách tiền tệ thông thường không có ảnh hưởng trực tiếp đến tổng chi tiêu vì sự thay đổi trong cung tiền không ảnh hưởng đến lãi suất. 475

biến động ngẫu nhiên (random walk) Các biến động của một biến số mà giá trị trong tương lai không thể dự đoán được (là ngẫu nhiên) bởi vì, với giá trị của ngày hôm nay, khả năng giảm giá trị của biến cũng tương tự như khả năng nó tăng lên. 152

bộ ba bất khả thi (impossible trinity) Một thuật ngữ khác để chỉ tam nan đề chính sách, trong đó một quốc gia không thể theo đuổi ba chính sách sau cùng một lúc: tự do dịch chuyển vốn, tỷ giá hối đoái cố định và chính sách tiền tệ độc lập. 444

bong bóng (bubble) Tình huống giá của một tài sản khác với giá trị thị trường cơ bản của nó. 156

bong bóng giá tài sản (asset price bubbles) Xảy ra khi giá tài sản trên thị trường chứng khoán và bất động sản cao hơn nhiều giá trị kinh tế nội tại của tài sản, gây nên bởi tâm lý nhà đầu tư. 271, 386

bùng nổ tín dụng (credit boom) Một làn sóng cho vay tại đó các định chế tài chính mở rộng cho vay với tốc độ nhanh chóng. 269

các công ty ngân hàng (bank holding companies) Các công ty sở hữu một hoặc nhiều ngân hàng. 239

cam kết cho vay (loan commitment) Cam kết của ngân hàng cung cấp cho một công ty các khoản vay (trong một khoảng thời gian xác định) lên đến một số tiền nhất định với lãi suất được ràng buộc với một số lãi suất thị trường. 206

cán cân tài khoản tài chính (financial account balance) Chênh lệch giữa việc mua lại ròng các tài sản tài chính và khoản nợ phải trả tài chính ròng. 437

cán cân tài khoản vãng lai (current account balance) Tổng của cán cân thương mại, thu nhập lãi suất ròng và các khoản chuyển nhượng. 437

cán cân thanh toán (balance of payments) Một hệ thống sổ sách kế toán để ghi lại tất cả các khoản thanh toán có ảnh hưởng trực tiếp đến việc luân chuyển quỹ giữa một quốc gia và các quốc gia khác. 436

cán cân thương mại về hàng hóa và dịch vụ (cán cân thương mại) (trade balance on goods and services) Sự khác biệt giữa xuất khẩu và nhập khẩu hàng hóa. 437

cán cân tiền thực (real money balances) Lượng tiền theo điều kiện thực. 471

can thiệp ngoại hối (foreign exchange intervention) Là giao dịch tài chính quốc tế trong đó ngân hàng trung ương mua hoặc bán các đồng tiền để tác động tới tỷ giá hối đoái. 432

can thiệp ngoại hối không trung hòa (unsterilized foreign exchange intervention) Là sự can thiệp ngoại hối trong đó ngân hàng trung ương cho phép việc mua hoặc bán nội tệ ảnh hưởng đến cơ sở tiền tệ. 434

can thiệp ngoại hối trung hòa (sterilized foreign exchange intervention) Một can thiệp ngoại hối đi kèm với hoạt động thị trường mở bù trừ làm cho cơ sở tiền tệ không thay đổi. 435

cầu tiền (demand for money) Lượng tiền mà mọi người muốn nắm giữ. 464

cấu trúc kỳ hạn của lãi suất (term structure of interest rates) Mối quan hệ giữa các loại lãi suất của trái phiếu với các thời gian đáo hạn khác nhau. 117

cấu trúc rủi ro của lãi suất (risk structure of interest rates) Mối quan hệ giữa các loại lãi suất của các loại trái phiếu có cùng kỳ hạn đến ngày đáo hạn. 117

chế độ tỷ giá hối đoái thả nổi có điều tiết (managed float regime) Một chế độ tỷ giá hối đoái trong đó các quốc gia

cố gắng can thiệp tỷ giá hối đoái của họ bằng cách mua và bán các đồng tiền (còn được gọi là nửa thả nổi). 438

chế độ tỷ giá hối đoái cố định (fixed exchange rate regime) Là chế độ trong đó các ngân hàng trung ương mua và bán đồng tiền của chính họ để giữ cho tỷ giá hối đoái của họ cố định ở một mức cho trước. 438

chế độ tỷ giá hối đoái thả nổi (floating exchange rate regime) Một chế độ tỷ giá hối đoái trong đó giá trị của các đồng tiền so với nhau được phép thay đổi. 438

chênh lệch lạm phát (inflation gap) Sự khác biệt giữa lạm phát và mục tiêu lạm phát. 559

chênh lệch sản lượng (output gap) Sự khác biệt giữa tổng sản lượng và sản lượng tiềm năng. 521

chênh lệch thế chấp (haircuts) Phần giá trị tài sản thế chấp vượt quá số tiền vay. 279

chênh lệch tín dụng (credit spread) Chênh lệch giữa lãi suất cho các hộ gia đình và doanh nghiệp vay và lãi suất trên các tài sản hoàn toàn an toàn chắc chắn sẽ được thanh toán đầy đủ, ví dụ như chứng khoán Kho bạc Hoa Kỳ. 274

chi nhánh (branches) Các văn phòng bổ sung của ngân hàng chính, nơi thực hiện các hoạt động ngân hàng. 242

chi phí cơ hội (opportunity cost) Lượng tiền lãi (lợi suất kỳ vọng) bị hy sinh do không nắm giữ một tài sản thay thế. 103

chi phí giao dịch (transaction costs) Thời gian và tiền bạc dành để trao đổi tài sản, hàng hóa hoặc dịch vụ tài chính. 34

chi tiêu đầu tư theo kế hoạch (planned investment spending) Tổng chi tiêu theo kế hoạch của các doanh nghiệp cho vốn vật chất mới (ví dụ: máy móc, máy tính, công trình xây dựng, ...) cộng với chi tiêu đã lên kế hoạch cho mua nhà mới. 481, 515

chi tiêu hàng tiêu dùng lâu bền (consumer durable expenditure) Chi tiêu của người tiêu dùng vào các mặt hàng lâu bền như ô tô và thiết bị gia dụng. 609

chi tiêu theo kế hoạch (planned expenditure) Tổng số tiền mà các hộ gia đình, doanh nghiệp, chính phủ và người nước ngoài muốn chi tiêu cho hàng hóa và dịch vụ được sản xuất trong nước. 480

chi tiêu tiêu dùng (consumption expenditure) Tổng cầu về hàng hoá và dịch vụ tiêu dùng. 481, 515

chi tiêu tiêu dùng tự định (autonomous consumption expenditure) Lượng chi tiêu tiêu dùng không phụ thuộc vào thu nhập khả dụng. 481

chi tiêu tự định (autonomous spending) Chi tiêu ngoại sinh không liên quan đến các biến trong mô hình như sản lượng hoặc lãi suất thực. 493

chia sẻ rủi ro (risk sharing) Quá trình tạo ra và bán các tài sản có các đặc tính rủi ro mà mọi người cảm thấy thoải mái và sau đó sử dụng số tiền có được từ việc bán các tài sản này để mua các tài sản khác có nhiều rủi ro hơn. 36

chính sách tài khóa (fiscal policy) Chính sách liên quan đến các quyết định về chi tiêu của chính phủ và thuế. 10

chính sách tiền tệ (monetary policy) Việc quản lý cung tiền và lãi suất. 9

cho vay đơn (simple loan) Một công cụ thị trường tín dụng cung cấp cho người đi vay một số tiền phải hoàn trả cho người cho vay vào ngày đáo hạn, cùng với một khoản thanh toán bổ sung (lãi). 65

cho vay thế chấp dưới chuẩn (subprime mortgages) Các khoản thế chấp được thực hiện cho những người vay có hồ sơ tín dụng kém. 244

chu kỳ đòn bẩy (leverage cycle) Một vòng lặp phản hồi trong đó bùng nổ phát hành tín dụng dẫn đến giá tài sản cao hơn, điều này dẫn đến đệm vốn cao hơn tại các định chế tài chính, khiến cho vay nhiều hơn, lại làm tăng giá hơn nữa, v.v.; Sau đó khi bong bóng vỡ, giá tài sản giảm, dẫn đến cắt giảm cho vay, giảm giá tài sản, v.v. 284

chu kỳ kinh doanh (business cycle) Sự vận động lên xuống của tổng sản lượng được sản xuất trong nền kinh tế. 7

chu kỳ kinh doanh chính trị (political business cycle) Một chu kỳ kinh doanh gây ra bởi các chính sách mở rộng được theo đuổi trước một cuộc bầu cử. 307, 592

chứng khoán (security) Một quyền thụ hưởng với thu nhập trong tương lai của người đi vay được người vay bán cho người cho vay. Còn được gọi là công cụ tài chính. 3

chứng khoán đảm bảo bằng vay thế chấp (mortgage-backed securities) Chứng khoán tập hợp và định lượng rủi ro vỡ nợ của các khoản thế chấp cơ sở có rủi ro cao. 30

chứng khoán hóa (securitization) Quá trình chuyển đổi các tài sản tài chính kém thanh khoản thành các công cụ thị trường vốn có thể bán được. 243

chuyển đổi tài sản (asset transformation) Quá trình biến tài sản rủi ro thành tài sản an toàn hơn, được thực hiện bằng cách tạo ra và bán tài sản có mức rủi ro khiến mọi người thấy thoải mái và sau đó sử dụng số tiền có được bằng cách bán tài sản này để mua tài sản khác có rủi ro cao hơn nhiều. 36

cơ chế truyền dẫn của chính sách tiền tệ (transmission mechanisms of monetary policy) Các kênh mà cung tiền ảnh hưởng đến hoạt động kinh tế. 608

cơ chế tự điều chỉnh (self-correcting mechanism) Một đặc điểm của nền kinh tế làm cho sản lượng cuối cùng trở về mức tỷ giá tự nhiên, bất kể nó nằm ở đâu ban đầu. 531

cổ đông (stockholders) Những người nắm giữ cổ phần trong một công ty. 141

cơ hội lợi nhuận chưa được khai thác (unexploited profit opportunity) Là tình huống mà nhà đầu tư có thể kiếm được lợi nhuận cao hơn mức bình thường. 151

cổ phiếu (stock) Một chứng khoán là quyền thụ hưởng với thu nhập và tài sản của một công ty. 3

cổ phiếu phổ thông (common stock) Một chứng khoán đem lại quyền thụ hưởng đối với thu nhập và tài sản của một công ty. 3

cơ quan xếp hạng tín dụng (credit-rating agencies) Các công ty tư vấn đầu tư đánh giá chất lượng của trái phiếu doanh nghiệp và trái phiếu địa phương qua xác suất vỡ nợ. 120

cơ sở cho vay biên (marginal lending facility) Cơ sở cho vay thường trực của Ngân hàng Trung ương Châu Âu, trong đó các ngân hàng có thể vay (dựa trên tài sản thế chấp đủ điều kiện) các khoản vay qua đêm từ ngân hàng trung ương quốc gia với lãi suất cao hơn 100 điểm cơ bản so với lãi suất tài trợ mục tiêu. 365

cơ sở cho vay thường trực (standing lending facility) Một cơ sở cho vay trong đó các ngân hàng lành mạnh được phép vay tất cả những gì họ muốn từ một ngân hàng trung ương. 353

cơ sở ngân hàng quốc tế (IBF) Các cơ sở ngân hàng ở Hoa Kỳ có thể chấp nhận tiền gửi có kỳ hạn của người nước ngoài nhưng không phải tuân theo các yêu cầu về dự trữ hoặc hạn chế trả lãi. 263

cơ sở tiền gửi (deposit facility) Cơ quan thường trực của Ngân hàng Trung ương Châu Âu, tại đó các ngân hàng được trả lãi suất cố định thấp hơn lãi suất tài trợ mục tiêu 100 điểm cơ bản. 365

cơ sở tiền tệ (monetary base) Tổng các khoản nợ tiền tệ của Fed (tiền lưu hành và dự trữ) và các khoản nợ tiền tệ của Kho bạc Hoa Kỳ (tiền kho bạc đang lưu hành, tiền kim loại). 319

cơ sở tiền tệ không vay (nonborrowed monetary base) Cơ sở tiền tệ trừ đi các khoản cho vay chiết khấu (dự trữ vay). 324

cổ tức (dividends) Các khoản thanh toán định kỳ bằng cổ phiếu cho các cổ đông. 142

công cụ chính sách (policy instrument) Một biến số rất nhanh nhạy với các công cụ của ngân hàng trung ương và cho thấy lập trường của chính sách tiền tệ (còn được gọi là công cụ điều hành). 390

công cụ chính sách tiền tệ phi truyền thống (nonconventional monetary policy tools) Các công cụ phi lãi suất được các ngân hàng trung ương sử dụng để kích thích nền kinh tế: bổ sung thanh khoản, mua tài sản và cam kết thực hiện chính sách tiền tệ trong tương lai. 358

công cụ chính sách tiền tệ truyền thống (conventional monetary policy tools) Các công cụ cổ điển của chính sách tiền tệ mà Cục Dự trữ Liên bang sử dụng để kiểm soát cung tiền và lãi suất: hoạt động thị trường mở, cho vay chiết khấu và các yêu cầu dự trữ. 350

công cụ điều hành (operating instrument) Một biến số rất nhanh nhạy với các công cụ của ngân hàng trung ương và cho biết lập trường của chính sách tiền tệ (còn được gọi là công cụ chính sách). 390

công nghệ thanh toán (payment technology) Các phương thức thanh toán bao gồm thẻ tín dụng và thanh toán điện tử. 471

công ty đầu tư mạo hiểm (venture capital firm) Một trung gian tài chính tập hợp các nguồn lực của các đối tác của mình và sử dụng các quỹ để giúp các nhà đầu tư khởi sự kinh doanh. 177

công ty Edge Act Công ty con đặc biệt của một ngân hàng Hoa Kỳ hoạt động chủ yếu trong lĩnh vực ngân hàng quốc tế. 263

cú sốc cầu (demand shocks) Các cú sốc có thể làm thay đổi đường tổng cầu, bao gồm những thay đổi trong cung tiền, những thay đổi trong chi tiêu chính phủ và thuế, những thay đổi trong xuất khẩu ròng, những thay đổi trong chi tiêu của người tiêu dùng và kinh doanh, và ma sát tài chính. 517

cú sốc chi phí đẩy (cost-push shocks) Các cú sốc về giá xảy ra khi người lao động đòi mức lương cao hơn mức tăng năng suất, do đó làm tăng chi phí và phát sinh lạm phát. 522

cú sốc cung (supply shocks) Bất kỳ sự thay đổi nào trong công nghệ hoặc nguồn cung cấp nguyên liệu thô có thể làm dịch chuyển đường tổng cung. 522

cú sốc lạm phát (inflation shocks) Những thay đổi trong lạm phát không phụ thuộc vào lượng trì trệ của nền kinh tế hoặc mức độ lạm phát dự kiến. 522

của cải (sự giàu có) (wealth) Mọi tài nguyên thuộc sở hữu của một cá nhân, bao gồm tất cả tài sản. 87

cửa sổ chiết khấu (discount window) Cơ sở của Cục Dự trữ Liên bang tại đó các ngân hàng được vay chiết khấu. 353

cung tiền (money supply) Lượng tiền. 7

đa dạng hóa (diversification) Đầu tư vào một tập hợp (danh mục) tài sản mà lợi nhuận không biến động cùng nhau, dẫn đến rủi ro tổng thể thấp hơn rủi ro trên từng tài sản riêng lẻ. 36

dài hạn (long-term) Liên quan đến một công cụ nợ, có thời gian đáo hạn từ mười năm trở lên. 25

danh mục đầu tư (portfolio) Một tập hợp hoặc một nhóm tài sản. 36

đáo hạn (maturity) Thời gian đến ngày hết hạn (ngày đáo hạn) của một công cụ nợ. 25

đầu tư cố định (fixed investment) Chi tiêu của các công ty cho thiết bị (máy tính, máy bay) và công trình (nhà máy, cao ốc văn phòng), và chi tiêu theo kế hoạch cho nhà ở. 482

đầu tư hàng tồn kho (inventory investment) Chi tiêu của các công ty để mua thêm nguyên liệu, phụ tùng và thành phẩm. 482

đầu tư tự định (autonomous investment) Một thành phần của chi tiêu đầu tư theo kế hoạch, hoàn toàn ngoại sinh và do đó không thể giải thích được bằng các biến trong mô hình. 483

dịch vụ thanh khoản (liquidity services) Các dịch vụ mà các trung gian tài chính cung cấp cho khách hàng của họ để giúp khách hàng thực hiện các giao dịch của họ dễ dàng hơn. 35

điểm neo danh nghĩa (nominal anchor) Một biến danh nghĩa, chẳng hạn như tỷ lệ lạm phát, tỷ giá hối đoái hoặc cung tiền, mà các nhà hoạch định chính sách tiền tệ sử dụng để neo mức giá. 370

điều hướng kỳ hạn (forward guidance) Một cam kết của ngân hàng trung ương về một lộ trình tương lai của lãi suất chính sách. 362

điều khoản hạn chế (restrictive covenants) Các điều khoản bổ sung hạn chế và chỉ định các hoạt động cụ thể mà bên vay có thể tham gia. 167

điều khoản thực (real terms) Các điều khoản tham chiếu số lượng hàng hóa và dịch vụ thực tế mà một người có thể mua. 80

điều kiện ngang giá lãi suất (interest parity condition) Điều kiện lãi suất trong nước bằng với lãi suất nước ngoài cộng với sự tăng giá dự kiến của ngoại tệ. 430

điều tiết thận trọng vĩ mô (macroprudential regulation) Chính sách điều tiết ảnh hưởng đến thị trường tín dụng nói chung. 389

định chế tài chính quan trọng về mặt hệ thống (SIFI) Các công ty được Hội đồng Giám sát Ổn định Tài chính chỉ định là quan trọng về mặt hệ thống và do đó phải chịu sự giám sát và quy định bổ sung của Cục Dự trữ Liên bang. 286

định chế tiết kiệm (thrift institutions) Hiệp hội tiết kiệm và cho vay, các ngân hàng tiết kiệm tương hỗ và các hiệp hội tín dụng. 38

đô la hóa (dollarization) Việc sử dụng một đồng tiền mạnh, như đô la Mỹ, làm tiền của một quốc gia. 455

độ tin cậy (credibility) Cam kết thực hiện các hành động chính sách được công chúng tin tưởng. 594

độ trễ dữ liệu (data lag) Thời gian các nhà hoạch định chính sách cần đợi để có được dữ liệu về tình trạng của nền kinh tế. 567

độ trễ hiệu quả (effectiveness lag) Thời gian cần thiết để một chính sách thực sự có tác động đến nền kinh tế. 568

độ trễ lập pháp (legislative lag) Thời gian cần thiết để thông qua luật pháp để thực hiện một chính sách cụ thể. 567

độ trễ nhận diện (recognition lag) Thời gian cần thiết để các nhà hoạch định chính sách có thể chắc chắn về những tín hiệu về diễn biến tương lai của nền kinh tế do dữ liệu đang cung cấp. 567

độ trễ thực hiện (implementation lag) Là thời gian để các nhà hoạch định chính sách thay đổi các công cụ chính sách khi họ đã quyết định một chính sách mới. 568

đổi mới tài chính (financial innovation) Sự ra đời của các loại sản phẩm tài chính mới trong nền kinh tế.

đơn vị tính toán (unit of account) Bất kỳ thứ gì được sử dụng để đo lường giá trị trong nền kinh tế. 51

dòng tiền (cash flows) Thanh toán bằng tiền mặt cho chủ sở hữu chứng khoán. 64, 141

đồng tiền dự trữ (reserve currency) Một đồng tiền, chẳng hạn như đô la Mỹ, được các quốc gia khác sử dụng để định giá các tài sản mà họ nắm giữ làm dự trữ quốc tế. 440

đồng tiền neo (anchor currency) Một đồng tiền để đồng tiền của các quốc gia khác neo vào. 438

dự báo tối ưu (optimal forecast) Dự đoán tốt nhất về các điều kiện trong tương lai, được thực hiện bằng cách sử dụng tất cả các thông tin có sẵn. 147

dư cầu (excess demand) Là tình trạng lượng cầu lớn hơn lượng cung. 91

dư cung (excess supply) Là tình huống lượng cung lớn hơn lượng cầu. 91

dự trữ (reserves) việc giữ tiền gửi của các ngân hàng trong tài khoản với Fed cộng với tiền lưu hành được ngân hàng nắm giữ thực tế (kho tiền mặt). 191, 320

dự trữ bắt buộc (required reserves) Dự trữ được giữ để đáp ứng yêu cầu của Fed rằng đối với mỗi đô la tiền gửi tại ngân hàng, một phần nhất định phải được giữ làm dự trữ. 191, 320

dự trữ quốc tế (international reserves) Ngân hàng trung ương nắm giữ các tài sản định giá bằng ngoại tệ. 432

dự trữ thứ cấp (secondary reserves) Chứng khoán ngắn hạn của chính phủ và đại lý chính phủ Hoa Kỳ do các ngân hàng nắm giữ. 191

dự trữ vay (borrowed reserves) Một khoản vay của ngân hàng từ Fed. 324

dự trữ vượt mức (excess reserves) Dự trữ vượt quá dự trữ bắt buộc. 191, 320

đường lãi suất nghịch đảo (inverted yield curve) Một đường cong lãi suất dốc xuống. 126

đường cầu (demand curve) Đường mô tả mối quan hệ giữa lượng cầu và giá cả khi tất cả các biến số kinh tế khác được giữ không đổi. 89

đường chính sách tiền tệ (MP) (monetary policy curve) Đường thể hiện mối quan hệ giữa lãi suất thực do ngân hàng trung ương quy định và tỷ lệ lạm phát. 501

đường cong lãi suất (yield curve) Là biểu đồ về lãi suất của các loại trái phiếu cụ thể với các kỳ hạn khác nhau đến ngày đáo hạn. 125

đường cung (cupply curve) Một đường mô tả mối quan hệ giữa lượng cung và giá cả khi tất cả các phương án kinh tế khác không đổi. 90

đường IS (IS curve) Mối quan hệ mô tả sự kết hợp của tổng sản lượng và lãi suất mà tổng lượng hàng hóa được sản xuất bằng tổng lượng cầu (trạng thái cân bằng của thị trường hàng hóa). 487

đường tổng cầu (aggregate demand curve) Đường biểu diễn mối quan hệ giữa mức giá và lượng tổng cầu khi thị trường hàng hoá và tiền tệ ở trạng thái cân bằng. 515

đường tổng cung (aggregate supply curve) Đường biểu diễn mối quan hệ giữa lượng sản lượng được cung ứng và mức giá. 521

e-cash Tiền điện tử được sử dụng trên Internet để mua hàng hóa hoặc dịch vụ. 54

e-finance Phương thức mới để cung cấp các dịch vụ tài chính qua kênh điện tử. 6

Eurobond Trái phiếu được định giá bằng đồng tiền khác với đồng tiền của quốc gia mà chúng được bán. 33

Eurocurrency Một biến thể của Eurobond; ngoại tệ gửi tại ngân hàng ngoài nước sở tại. 33

Eurodollar Đô la Mỹ được gửi vào các ngân hàng nước ngoài bên ngoài Hoa Kỳ hoặc tại các chi nhánh nước ngoài của các ngân hàng Hoa Kỳ. 33

GDP mục tiêu danh nghĩa (nominal GDP targeting) Một chiến lược chính sách tiền tệ trong đó ngân hàng trung ương công bố mục tiêu đạt được mức cụ thể của GDP danh nghĩa (GDP thực tế nhân với mức giá) tăng theo thời gian. 603

giả thuyết thị trường hiệu quả (efficient market hypothesis) Việc áp dụng lý thuyết kỳ vọng hợp lý vào thị trường tài chính. Còn được gọi là lý thuyết thị trường vốn hiệu quả. 149

giá trị chiết khấu hiện tại (present discounted value) Xem giá trị hiện tại. 64

giá trị gặp rủi ro (VaR) (value at risk) Các phép tính đo lường mức độ tổn thất trên danh mục đầu tư giao dịch có

thể xảy ra 1% thời gian trong một khoảng thời gian ngắn — ví dụ: 2 tuần. 227

giá trị hiện tại (present value) Giá trị ngày hôm nay của một khoản thanh toán sẽ nhận được trong tương lai, khi lãi suất là i. Còn được gọi là giá trị chiết khấu hiện tại. 64

giá trị kinh tế cơ bản (fundamental economic values) Giá trị của tài sản dựa trên kỳ vọng thực tế về dòng thu nhập trong tương lai của chúng. 271

giá trị ròng (net worth) Sự khác biệt giữa tài sản của một công ty (những gì công ty sở hữu hoặc cho nợ) và các khoản nợ phải trả (những gì công ty nợ). Còn được gọi là vốn chủ sở hữu. 174

giảm giá (depreciation) Sự giảm giá trị của một đồng tiền. 405

giảm phát nợ (debt deflation) Một tình huống trong đó mức giảm giá đáng kể dẫn đến giá trị ròng của các công ty suy giảm hơn nữa do gánh nặng nợ tăng lên. 272

giám sát tài chính (giám sát thận trọng) (financial supervision (prudential supervision)) Giám sát bao quát về các định chế tài chính và hoạt động của họ. 225

giám sát thận trọng Xem giám sát tài chính. 223

giám sát thận trọng vi mô (microprudential supervision) Giám sát tập trung vào sự an toàn và lành mạnh của các định chế tài chính cá nhân. 284

giám sát thận trọng vĩ mô (macroprudential supervision) Giám sát tập trung vào sự an toàn và lành mạnh của hệ thống tài chính nói chung. 284

giao dịch đảo chiều (reverse transactions) Các giao dịch mua hoặc bán tài sản đủ điều kiện của Ngân hàng Trung ương Châu Âu theo các thỏa thuận mua lại hoặc hoạt động tín dụng, với tài sản đủ điều kiện làm tài sản thế chấp, sẽ được đảo chiều trong vòng hai tuần. 364

giao dịch giao ngay (spot transaction) Loại giao dịch tỷ giá hối đoái phổ biến, liên quan đến việc trao đổi ngay các khoản tiền gửi ngân hàng bằng các đồng tiền khác nhau. 405

giao dịch kỳ hạn (forward transaction) Là giao dịch liên quan đến việc trao đổi các khoản tiền gửi ngân hàng bằng các đồng tiền khác nhau tại một số ngày cụ thể trong tương lai. 405

giao dịch mua bán đối ứng (matched sale–purchase transaction) Một thỏa thuận theo đó Fed bán chứng khoán và người mua đồng ý bán lại chứng khoán cho Fed trong tương lai gần; đôi khi được gọi là repo đảo. 351

hạ đòn bẩy (deleveraging) Xảy ra khi các định chế tài chính cắt giảm khoản cho vay của họ vì họ có ít vốn hơn. 269

hạ giá (devaluation) Việc thiết lập lại giá trị cố định của tiền tệ xuống một mức thấp hơn.441

hàm tiêu dùng (consumption function) Mối quan hệ giữa thu nhập khả dụng và chi tiêu của người tiêu dùng. 481

hạn ngạch (quotas) Hạn chế số lượng hàng hóa nước ngoài có thể nhập khẩu. 409

Hệ thống Bretton Woods (Bretton Woods system) Hệ thống tiền tệ quốc tế, được sử dụng từ năm 1945 đến năm 1971, theo đó tỷ giá hối đoái được cố định và đồng đô la Mỹ được tự do chuyển đổi thành vàng (chỉ dành cho chính phủ và ngân hàng trung ương nước ngoài). 439

Hệ thống Dự trữ Liên bang (Fed) Ngân hàng trung ương chịu trách nhiệm về chính sách tiền tệ ở Hoa Kỳ. 10

hệ thống ngân hàng kép (dual banking system) Hệ thống ngân hàng tại Hoa Kỳ, trong đó các ngân hàng do chính phủ liên bang giám sát và các ngân hàng do các bang giám sát hoạt động song song với nhau. 238

hệ thống ngân hàng mờ (shadow banking system) Một hệ thống trong đó việc cho vay của ngân hàng được thay thế bằng cho vay qua thị trường chứng khoán. 239

hệ thống thanh toán (payments system) Phương thức thực hiện các giao dịch trong nền kinh tế. 53

hiệp định Basel (Basel Accord) Một thỏa thuận yêu cầu các ngân hàng phải nắm giữ vốn ít nhất 8% tài sản điều chỉnh theo trọng số rủi ro của họ. 223

hiệu ứng Fisher (Fisher effect) Mô tả sự gia tăng lãi suất xảy ra khi lạm phát ở một mức độ dự kiến; được đặt theo tên của nhà kinh tế học Irving Fisher. 99

hoán đổi rủi ro tín dụng (credit default swaps) Các hợp đồng bảo hiểm tài chính cung cấp các khoản thanh toán cho người nắm giữ trái phiếu nếu chúng vỡ nợ. 276

hoảng loạn ngân hàng (bank panic) Sự phá sản đồng thời của nhiều ngân hàng, như trong một cuộc khủng hoảng tài chính. 218

hoảng loạn tài chính (financial panic) Sự sụp đổ trên diện rộng của thị trường và các trung gian tài chính trong một nền kinh tế. 43

hoạt động bảo lãnh phát hành (underwriting) Bảo đảm giá cho các chứng khoán của công ty và sau đó bán chúng ra công chúng. 26

hoạt động ngoại bảng (off-balance-sheet activities) Các hoạt động ngân hàng liên quan đến việc giao dịch các công cụ tài chính và tạo thu nhập từ phí và cho vay, tất cả đều ảnh hưởng đến lợi nhuận của ngân hàng nhưng không thể hiện trên bảng cân đối kế toán của ngân hàng. 209, 223

hoạt động tái cấp vốn chủ chốt (main refinancing operations) Các giao dịch đảo chiều hàng tuần (mua hoặc bán các tài sản đủ điều kiện thông qua hợp đồng mua lại hoặc hoạt động tín dụng, với tài sản đủ điều kiện làm tài sản thế chấp) được đảo chiều trong vòng hai tuần và là công cụ chính sách cơ bản của Ngân hàng Trung ương Châu Âu. 364

hoạt động tái cấp vốn dài hạn (longer-term refinancing operations) Một loại nghiệp vụ thị trường mở do Ngân hàng Trung ương Châu Âu thực hiện; tương tự như các giao dịch mua hoặc bán chứng khoán hoàn toàn của Fed. 364

hoạt động thị trường mở (open market operations) Việc Fed mua hoặc bán trái phiếu trên thị trường mở. 299, 321

hoạt động thị trường mở chủ động (dynamic open market operations) Hoạt động thị trường mở nhằm thay đổi mức dự trữ và cơ sở tiền tệ. 351

hoạt động thị trường mở phòng thủ (defensive open market operations) Hoạt động thị trường mở nhằm bù đắp các biến động của các yếu tố khác ảnh hưởng đến cơ sở

tiền tệ (chẳng hạn như thay đổi tiền gửi Kho bạc với Fed hoặc thay đổi về tiền đang chuyển). 351

Hội đồng Thống đốc của Hệ thống Dự trữ Liên bang (Board of Governors of the Federal Reserve System) Một hội đồng với bảy thống đốc (bao gồm cả chủ tịch) đóng vai trò thiết yếu trong việc ra quyết định trong Hệ thống Dự trữ Liên bang. 295

hợp đồng tương lai (futures contract) Là hợp đồng trong đó người bán đồng ý cung cấp một loại hàng hóa tiêu chuẩn nhất định cho người mua vào một ngày cụ thể trong tương lai với mức giá đã thỏa thuận. 241

in tiền để tiêu (printing money) Xem tiền tệ hóa nợ. 469

kế hoạch cứu trợ tài sản gặp khó khăn (TARP) Một điều khoản trong Đạo luật phục hồi kinh tế của chính quyền Bush năm 2008 cho phép Kho bạc chi 700 tỷ đô la để thanh toán các tài sản thế chấp dưới chuẩn từ các định chế tài chính gặp khó khăn hoặc bơm vốn vào các tổ chức này. 283

khủng hoảng tài chính (financial crisis) Một sự gián đoạn quy mô lớn trên thị trường tài chính đặc trưng bởi sự sụt giảm mạnh giá tài sản và sự sụp đổ của nhiều công ty tài chính và phi tài chính. 6, 269

khung lý thuyết ưu tiên thanh khoản (liquidity preference framework) Một mô hình được phát triển bởi John Maynard Keynes dự đoán lãi suất cân bằng trên cơ sở cung và cầu tiền tệ. 102

kiểm soát vốn (capital controls) Những hạn chế đối với sự di chuyển tự do của vốn qua biên giới. 445

kiểm tra sức chịu đựng (stress tests) Các kiểm tra được các định chế tài chính sử dụng để tính toán các khoản lỗ tiềm ẩn và nhu cầu vốn theo các tình huống hư cấu. 227, 285

kỹ thuật tài chính (financial engineering) Quá trình nghiên cứu và phát triển các sản phẩm và dịch vụ tài chính mới đáp ứng nhu cầu của khách hàng và có thể tạo ra lợi nhuận. 241, 276

kỳ vọng hợp lý (rational expectations) Các kỳ vọng phản ánh các dự báo tối ưu (dự đoán tốt nhất về các điều kiện trong tương lai) được thực hiện bằng cách sử dụng tất cả các thông tin có sẵn. 147

kỳ vọng thích ứng (adaptive expectations) Kỳ vọng về giá trị của một biến dựa trên giá trị trung bình trong quá khứ của biến đó. 147

lãi suất (interest rate) Chi phí đi vay hoặc giá phải trả cho việc thuê các quỹ (thường được biểu thị bằng phần trăm mỗi năm). 3

lãi suất chiết khấu (discount rate) Lãi suất mà Cục Dự trữ Liên bang tính cho các ngân hàng đối với các khoản vay chiết khấu. 197, 320

lãi suất cho vay biên (marginal lending rate) Lãi suất do Ngân hàng Trung ương Châu Âu tính cho khoản vay tại cơ sở cho vay cận biên của mình. 365

lãi suất coupon (coupon rate) Mức thanh toán coupon hàng năm được biểu thị bằng tỷ lệ phần trăm của mệnh giá trái phiếu coupon. 67

lãi suất danh nghĩa (nominal interest rate) Là lãi suất không tính đến lạm phát. 80

lãi suất đáo hạn (yield to maturity) Lãi suất tương đương giá trị hiện tại của các khoản thanh toán nhận được từ một công cụ thị trường tín dụng với giá trị của nó ngày nay. 68

lãi suất hiện tại (current yield) Một giá trị xấp xỉ của lãi suất đáo hạn; bằng số tiền thanh toán coupon hàng năm chia cho giá của trái phiếu coupon. 74

lãi suất quỹ liên bang (federal funds rate) Lãi suất cho các khoản vay qua đêm đối với tiền gửi tại Cục Dự trữ Liên bang. 29, 300, 343

lãi suất tài trợ mục tiêu (target financing rate) Mục tiêu của Ngân hàng Trung ương Châu Âu đối với lãi suất tiền mặt qua đêm, lãi suất cho các khoản vay liên ngân hàng rất ngắn hạn trong khu vực đồng euro. 364

lãi suất thực (real interest rate) Lãi suất được điều chỉnh theo những thay đổi dự kiến của mức giá (lạm phát) để xác định chính xác hơn chi phí thực của khoản vay. 80

lãi suất tiền mặt qua đêm (overnight cash rate) Lãi suất cho các khoản vay liên ngân hàng rất ngắn hạn ở khu vực đồng euro. 364

lạm phát (inflation) Điều kiện kinh tế trong đó mức giá liên tục tăng. 8

lạm phát cầu kéo (demand-pull inflation) Lạm phát xảy ra khi các nhà hoạch định chính sách theo đuổi các chính sách làm dịch chuyển đường tổng cầu. 570

lạm phát chi phí đẩy (cost-push inflation) Lạm phát xảy ra khi người lao động thúc ép để đạt được mức lương cao hơn. 570

lạm phát đình đốn (stagflation) Là tình trạng lạm phát tăng nhưng tổng sản lượng lại giảm. 563

lạm phát mục tiêu (inflation targeting) Một chiến lược chính sách tiền tệ liên quan đến việc công bố công khai một con số mục tiêu lạm phát trung hạn. 374

liên minh tiền tệ (đồng tiền) (monetary (currency) union) Một nhóm các quốc gia quyết định áp dụng một đồng tiền chung, do đó ấn định tỷ giá hối đoái của các quốc gia trong mối quan hệ với nhau. 445

lợi suất (return) Các khoản thanh toán cho chủ sở hữu chứng khoán cộng với sự thay đổi giá trị của chứng khoán, được biểu thị bằng một phần của giá mua chứng khoán. Chính xác hơn được gọi là tỷ suất sinh lợi. 75

lợi suất kỳ vọng (expected return) Tỷ suất sinh lợi của một tài sản dự kiến trong giai đoạn tới. 87

lợi suất trên tài sản (ROA) Lợi nhuận ròng sau thuế trên mỗi đơn vị tài sản. 201

lợi suất trên vốn chủ sở hữu (ROE) Lợi nhuận ròng sau thuế trên mỗi đơn vị vốn chủ sở hữu. 201

lợi thế kinh tế theo phạm vi (economies of scope) Khả năng sử dụng một nguồn lực để cung cấp nhiều sản phẩm và dịch vụ khác nhau. 28, 254

lợi thế kinh tế theo quy mô (economies of scale) Việc giảm chi phí trên mỗi đô la giao dịch khi kích cỡ (quy mô) giao dịch tăng lên. 35

lựa chọn bất lợi (adverse selection) Vấn đề tạo ra bởi thông tin không cân xứng trước khi thực hiện một giao dịch tài chính: Đối tượng tệ nhất trong mắt của bên kia lại là đối tượng có nhiều khả năng muốn tham gia giao dịch nhất. 36

lưu trữ giá trị (store of value) Là kho lưu trữ sức mua theo thời gian. 52

lý thuyết chu kỳ kinh doanh thực (real business cycle theory) Một lý thuyết coi những cú sốc thực sự đối với thị hiếu và công nghệ là động lực chính dẫn đến sự biến động ngắn hạn của chu kỳ kinh doanh. 539

lý thuyết đại diện (agency theory) Phân tích cách thức thông tin bất cân xứng ảnh hưởng đến hành vi kinh tế như thế nào. 169

lý thuyết đường Phillips (Phillips curve theory) Một lý thuyết gợi ý rằng những thay đổi trong lạm phát chịu ảnh hưởng bởi tình trạng của nền kinh tế liên quan đến năng lực sản xuất của nó, cũng như các yếu tố khác. 394

lý thuyết kỳ vọng (expectations theory) Đề xuất rằng lãi suất của trái phiếu dài hạn sẽ bằng mức trung bình của lãi suất ngắn hạn mà mọi người kỳ vọng xảy ra trong suốt thời gian của trái phiếu dài hạn. 127

lý thuyết lượng tiền (quantity theory of money) Lý thuyết cho rằng thu nhập danh nghĩa chỉ được xác định bởi các chuyển động của số lượng tiền. 464

lý thuyết môi trường ưu tiên (preferred habitat theory) Một lý thuyết cho rằng lãi suất của trái phiếu dài hạn bằng mức trung bình của lãi suất ngắn hạn dự kiến sẽ xảy ra trong suốt thời gian của trái phiếu dài hạn, cộng với phần bù kỳ hạn dương. Liên quan chặt chẽ đến lý thuyết phần bù thanh khoản. 131

lý thuyết phần bù thanh khoản (liquidity premium theory) Lý thuyết cho rằng lãi suất của trái phiếu dài hạn sẽ bằng mức trung bình của lãi suất ngắn hạn dự kiến xảy ra trong suốt thời gian hoạt động của trái phiếu dài hạn, cộng với phần bù kỳ hạn dương (tính thanh khoản). 131

lý thuyết sự lựa chọn danh mục đầu tư (theory of portfolio choice) Là lý thuyết mô tả lượng tài sản mà mọi người sẽ muốn nắm giữ trong danh mục đầu tư của họ, được xác định bởi sự giàu có, lợi nhuận kỳ vọng, rủi ro và tính thanh khoản. 88

lý thuyết sức mua tương đương (PPP) Lý thuyết cho rằng tỷ giá hối đoái giữa hai đồng tiền bất kỳ sẽ điều chỉnh để điều chỉnh những thay đổi trong mức giá của hai quốc gia. 407

lý thuyết thị trường phân mảnh (segmented markets theory) Một lý thuyết về cấu trúc kỳ hạn coi thị trường trái phiếu có kỳ hạn khác nhau được phân tách và phân khúc một cách hoàn toàn, do đó lãi suất trên trái phiếu có kỳ hạn nhất định được xác định chỉ dựa trên cung và cầu đối với trái phiếu của kỳ hạn đó. 130

lý thuyết thị trường vốn hiệu quả (theory of efficient capital markets) Xem giả thuyết thị trường hiệu quả. 149

lý thuyết tiền tệ (monetary theory) Lý thuyết liên hệ những thay đổi về lượng tiền với những thay đổi trong hoạt động kinh tế. 7, 462

lý thuyết ưu tiên thanh khoản (liquidity preference theory) Lý thuyết của John Maynard Keynes về cầu tiền. 471

M1 Một thước đo tiền bao gồm tiền lưu hành, séc du lịch và tiền gửi có thể phát séc. 56

M2 Là thước đo tiền bao gồm M1 cộng với các khoản sau: tài khoản tiền gửi thị trường tiền tệ, cổ phiếu quỹ tương hỗ trên thị trường tiền tệ, tiền gửi có kỳ hạn mệnh giá nhỏ, tiền gửi tiết kiệm, thỏa thuận mua lại qua đêm và Eurodollar qua đêm. 58

ma sát tài chính (financial frictions) Những vấn đề thông tin bất cân xứng đóng vai trò là rào cản đối với việc phân bổ vốn hiệu quả. 269, 484

máy rút tiền tự động (ATM) Một cỗ máy điện tử cung cấp các dịch vụ ngân hàng 24 giờ một ngày. 242

mệnh giá (par value) cũng gọi là face value trong tiếng Anh. 67

mệnh giá (face value) Một số tiền cuối cùng xác định được trả cho người sở hữu trái phiếu coupon vào ngày đáo hạn. Còn gọi là par value trong tiếng Anh. 67

mô hình cổ tức tổng quát (generalized dividend model) Một mô hình trong đó giá cổ phiếu chỉ được xác định bởi giá trị hiện tại của cổ phiếu. 143

mô hình khởi tạo để phân phối (originate-to-distribute model) Một mô hình kinh doanh trong đó một khoản vay thế chấp được khởi tạo bởi một bên riêng biệt, thường là một nhà môi giới thế chấp, và sau đó được phân phối cho một nhà đầu tư như một tài sản cơ sở trong một chứng khoán. 244

mô hình kinh tế lượng vĩ mô (macroeconometric models) Các mô hình được sử dụng để dự báo tác động của chính sách đối với hoạt động kinh tế; Các mô hình kinh tế lượng vĩ mô sử dụng tập hợp các phương trình mô tả các mối quan hệ thống kê giữa nhiều biến số kinh tế. 588

mô hình tăng trưởng Gordon (Gordon growth model) Một mô hình đơn giản để tính giá trị của cổ phiếu bằng cách giả định mức tăng trưởng cổ tức không đổi. 143

môi giới (brokers) Đại lý cho các nhà đầu tư; người môi giới kết nối người mua với người bán. 26

mua sắm của chính phủ (government purchases) Chi tiêu của tất cả các cấp chính phủ (liên bang, tiểu bang và địa phương) cho hàng hóa và dịch vụ. 481, 515

mua trên thị trường mở(open market purchase) Việc Fed Mua trái phiếu. 321

mức giá chung (aggregate price level) Giá trung bình của hàng hoá và dịch vụ trong một nền kinh tế. 7

mục tiêu lạm phát (inflation target) Một mục tiêu của ngân hàng trung ương cho tỷ lệ lạm phát. 559

mục tiêu trung gian (intermediate target) Tập hợp bất kỳ các biến số, chẳng hạn như tổng cung tiền hoặc lãi suất, có ảnh hưởng trực tiếp đến việc làm và mức giá mà Fed tìm cách tác động. 390

mục tiêu tỷ giá hối đoái (exchange-rate targeting) Xem tỷ giá hối đoái neo. 450

nâng giá (revaluation) Việc thiết lập lại giá trị cố định của đồng tiền ở mức cao hơn. 441

neo tỷ giá hối đoái (exchange-rate peg) Việc cố định giá trị của đồng nội tệ với giá trị của đồng tiền khác, để tỷ giá hối đoái được cố định. Còn được gọi là mục tiêu tỷ giá hối đoái. 450

nền tảng cơ bản của thị trường (market fundamentals) Các hạng mục có ảnh hưởng trực tiếp đến dòng thu nhập trong tương lai của một chứng khoán. 156

ngắn hạn (short-term) Liên quan đến một công cụ nợ, có thời gian đáo hạn từ một năm trở xuống. 25

ngân hàng (banks) Các định chế tài chính (chẳng hạn như ngân hàng thương mại, hiệp hội tiết kiệm và cho vay, và hiệp hội tín dụng) chấp nhận tiền gửi và cho vay. 6

ngân hàng ảo (virtual bank) Một ngân hàng không có trụ sở mà chỉ tồn tại trong không gian mạng. 242

ngân hàng bang (state banks) Các ngân hàng cấp bang. 238

ngân hàng cộng đồng (community banks) Các ngân hàng nhỏ có nguồn gốc địa phương. 256

ngân hàng đầu tư (investment banks) Các công ty hỗ trợ bán chứng khoán lần đầu trên thị trường sơ cấp. 26

Ngân hàng Dự trữ Liên bang (Federal Reserve Banks) 12 ngân hàng cấp hạt trong Hệ thống Dự trữ Liên bang. 295

ngân hàng quốc doanh (state-owned banks) Các ngân hàng thuộc sở hữu của chính phủ. 183

ngân hàng quốc gia (national banks) Các ngân hàng cấp liên bang. 238

ngân hàng siêu khu vực (superregional banks) Ngân hàng nắm giữ các công ty có quy mô tương đương với các ngân hàng trung tâm tiền tệ nhưng có trụ sở chính không đặt tại một trong các thành phố trung tâm tiền tệ (New York, Chicago, San Francisco). 254

Ngân hàng Thế giới (World Bank) Ngân hàng Tái thiết và Phát triển Quốc tế, một tổ chức quốc tế cung cấp các khoản vay dài hạn để hỗ trợ các nước đang phát triển xây dựng đập, đường giao thông và các nguồn vốn vật chất khác sẽ góp phần vào sự phát triển kinh tế của họ. 439

ngân hàng trung tâm tiền tệ (money center banks) Các ngân hàng lớn ở các trung tâm tài chính trọng điểm (New York, Chicago, San Francisco). 199

ngân hàng trung ương (central bank) Cơ quan chính phủ giám sát hệ thống ngân hàng của một quốc gia và chịu trách nhiệm về lượng tiền và tín dụng được cung cấp trong nền kinh tế; ở Hoa Kỳ là Hệ thống Dự trữ Liên bang. 10, 237

ngoại sinh (exogenous) Độc lập với các biến trong mô hình. 481

người cho vay cuối cùng (lender of last resort) Một người cho vay cung cấp các khoản dự trữ cho các định chế tài chính khi không còn ai muốn làm việc đó; việc cho vay như vậy thường được thực hiện để ngăn chặn khủng hoảng tài chính. 354

nguyên tắc Taylor (Taylor principle) Nguyên tắc nói rằng các cơ quan quản lý tiền tệ phải tăng lãi suất danh nghĩa nhiều hơn mức tăng lạm phát. 394, 501

nhiệm vụ kép (dual mandate) Một nhiệm vụ của ngân hàng trung ương với hai mục tiêu đồng nhất: ổn định giá cả và việc làm tối đa. 374

nhiệm vụ thứ bậc (hierarchical mandate) Là nhiệm vụ của ngân hàng trung ương trong đó mục tiêu ổn định giá cả được đặt lên hàng đầu; một khi đã đạt được sự ổn định giá cả, có thể theo đuổi các mục tiêu khác. 373

niên kim vĩnh viễn (perpetuity) Xem consol. 73

nợ có bảo đảm (secured debt) Nợ được đảm bảo bằng tài sản thế chấp. 167

nợ không có bảo đảm (unsecured debt) Nợ không được đảm bảo bằng tài sản đảm bảo. 167

nợ phải trả (liabilities) IOU hoặc các khoản nợ. 23

nới lỏng chính sách tiền tệ (easing of monetary policy) Việc hạ thấp lãi suất quỹ liên bang. 303

nới lỏng định lượng (quantitative easing) Việc mở rộng bảng cân đối kế toán của Cục Dự trữ Liên bang. 360

nới lỏng tín dụng (credit easing) Điều chỉnh thành phần bảng cân đối kế toán của Fed để cải thiện một bộ phận cụ thể của thị trường tín dụng. 361

nới lỏng tự định chính sách tiền tệ (autonomous easing of monetary policy) Việc hạ lãi suất thực tế ở mọi mức lạm phát cho trước. 503

ổn định giá (price stability) Lạm phát thấp và ổn định. 369

phá sản ngân hàng (bank failure) Một tình huống trong đó ngân hàng không thể đáp ứng nghĩa vụ thanh toán cho người gửi tiền và các chủ nợ khác, do đó phải ngừng hoạt động. 217

phái chủ động (activists) Các nhà kinh tế học nhận định cơ chế tự điều chỉnh, hoạt động thông qua việc điều chỉnh tiền lương và giá cả, là rất chậm vì tiền lương và giá cả gắn bó với nhau. Phái chủ động thấy cần phải theo đuổi chính sách chủ động để loại bỏ tình trạng thất nghiệp cao khi nó phát sinh. 567

phái phi chủ động (nonactivists) những nhà kinh tế học tin rằng tiền lương và giá cả rất linh hoạt và do đó cơ chế tự điều chỉnh hoạt động rất nhanh chóng; những người theo trường phái phi chủ động không thấy cần phải theo đuổi các chính sách để đưa nền kinh tế trở lại trạng thái toàn dụng lao động. 567

phái trọng tiền (monetarist) Người theo Milton Friedman, coi những thay đổi trong cung tiền là nguồn dịch chuyển chính của mức giá và tổng sản lượng, và là người coi nền kinh tế là ổn định cố hữu. 591

phân bổ tín dụng (credit rationing) Xảy ra khi người cho vay từ chối cho vay mặc dù người đi vay sẵn sàng trả lãi suất đã công bố hoặc thậm chí là lãi suất cao hơn, hoặc khi người cho vay hạn chế quy mô khoản vay để số tiền vay được cấp ít hơn so với mong muốn. 206

phần bù rủi ro (risk premium) Chênh lệch giữa lãi suất trái phiếu có rủi ro vỡ nợ và lãi suất trái phiếu không có rủi ro vỡ nợ. 118

phân tích khe hở (gap analysis) Một phép đo mức độ nhạy cảm của lợi nhuận ngân hàng đối với những thay đổi của lãi suất, được tính bằng cách lấy tài sản có nhạy cảm với lãi suất trừ đi tài sản nợ nhạy cảm với lãi suất. 208

phân tích thời hạn trung bình (duration analysis) Một phép đo độ nhạy cảm của giá trị thị trường của tài sản và nợ phải trả của ngân hàng đối với những thay đổi của lãi suất. 208

phi giao dịch (quốc tế) (nontradable) Hàng hóa và dịch vụ không được giao dịch qua biên giới. 409

phi trung gian hóa (disintermediation) Việc giảm lượng quỹ vào hệ thống ngân hàng khiến số lượng trung gian tài chính giảm xuống. 245

phòng vệ (hedge) Bảo vệ bản thân trước rủi ro. 240

phòng vệ lạm phát (inflation hedges) Các tài sản thay thế có lợi nhuận thực tế ít bị ảnh hưởng hơn so với tiền khi lạm phát thay đổi. 473

phương pháp tiếp cận thị trường tài sản (asset market approach) Một cách tiếp cận để xác định giá tài sản sử dụng lượng tài sản thay vì dòng tài sản. 92

phương tiện trao đổi (medium of exchange) Bất cứ thứ gì được sử dụng để thanh toán cho hàng hóa và dịch vụ. 50

phương trình trao đổi (equation of exchange) Phương trình MV = PY, liên hệ thu nhập danh nghĩa với số lượng tiền. 463

quá trình tạo tiền gửi đa tầng (multiple deposit creation) Quá trình theo đó, khi Fed cung cấp cho hệ thống ngân hàng 1 đô la dự trữ bổ sung, các khoản tiền gửi sẽ tăng theo bội số của số tiền này. 325

quan điểm tín dụng (credit view) Các cơ chế truyền dẫn tiền tệ hoạt động thông qua các hiệu ứng thông tin bất cân xứng trên thị trường tín dụng. 610

quản lý an toàn vốn (capital adequacy management) Các quyết định của ngân hàng về lượng vốn mà ngân hàng cần duy trì và những cách tốt nhất để có được vốn cần thiết. 195

quản lý kỳ vọng (management of expectations) Một thuật ngữ do Michael Woodford đặt ra để cập đến cam kết của Fed giữ lãi suất quỹ liên bang ở mức 0 trong một thời gian dài để tạo ra sự giảm lãi suất trong dài hạn. 362

quản lý tài sản (asset management) Việc mua các tài sản có tỷ lệ vỡ nợ thấp và đa dạng hóa việc nắm giữ tài sản để tăng lợi nhuận. 195

quản trị nợ phải trả (liability management) Việc mua các quỹ với chi phí thấp để tăng lợi nhuận. 195

quản trị thanh khoản (liquidity management) Các quyết định của ngân hàng nhằm duy trì đủ tài sản lưu động để đáp ứng các nghĩa vụ của ngân hàng đối với người gửi tiền. 195

quốc gia thị trường mới nổi (emerging market countries) Các nước gần đây đã mở cửa đón nhận hàng hóa, dịch vụ và vốn ở mức thấp so với phần còn lại của thế giới. 447

quy tắc (rules) Các kế hoạch ràng buộc quy định cách thức chính sách phản ứng (hoặc không phản ứng) đối với dữ liệu cụ thể, chẳng hạn như dữ liệu về thất nghiệp và bệnh tật. 590

quy tắc Taylor (Taylor rule) Quy tắc chính sách tiền tệ của Nhà kinh tế John Taylor giải thích cách đặt mục tiêu lãi suất quỹ liên bang. 394

quy tắc tỷ lệ tăng trưởng tiền không đổi (constant-money-growth-rate rule) Quy tắc chính sách tiền tệ, được trường phái tiền tệ ủng hộ, trong đó các nhà hoạch định chính sách giữ cho mức cung tiền tăng với tốc độ không đổi, bất kể trạng thái của nền kinh tế. 591

Quỹ Tiền tệ Quốc tế (IMF) Tổ chức quốc tế được tạo ra bởi thỏa thuận Bretton Woods với mục tiêu thúc đẩy tăng trưởng thương mại thế giới bằng cách cho vay đối với các quốc gia gặp khó khăn về cán cân thanh toán. 439

quyền thụ hưởng phần còn lại (residual claimant) Quyền của cổ đông được nhận bất cứ thứ gì còn lại sau khi tất cả các quyền thụ hưởng khác đối với tài sản của công ty đã được thỏa mãn. 141

ràng buộc ngân sách chính phủ (government budget constraint) Yêu cầu thâm hụt ngân sách chính phủ phải bằng tổng thay đổi cơ sở tiền tệ và thay đổi trái phiếu chính phủ do công chúng nắm giữ. 469

rủi ro (risk) Mức độ không chắc chắn liên quan đến lợi suất của một tài sản. 36, 87

rủi ro đạo đức (moral hazard) Rủi ro mà một bên tham gia giao dịch sẽ thực hiện hành vi mà bên kia không mong muốn. 37

rủi ro lãi suất (interest-rate risk) Khả năng giảm lợi nhuận liên quan đến sự thay đổi của lãi suất. 78, 195

rủi ro tín dụng (credit risk) Rủi ro phát sinh từ khả năng người trả nợ sẽ vỡ nợ. 195

sản lượng tiềm năng (potential output) Mức tổng sản lượng được sản xuất theo tỷ lệ thất nghiệp tự nhiên (còn gọi là tỷ lệ sản lượng tự nhiên). 372, 521

sản phẩm tín dụng cấu trúc (structured credit products) Chứng khoán có nguồn gốc từ tiền mặt của tài sản cơ bản và được điều chỉnh để có các đặc điểm rủi ro cụ thể thu hút các nhà đầu tư có sở thích khác nhau. 275

seignorage Doanh thu mà chính phủ nhận được khi phát hành tiền. 456

siêu lạm phát (hyperinflation) Một hiện tượng lạm phát cực đoan trong đó tỷ lệ lạm phát lớn hơn 50% mỗi tháng. 52, 470

số dư bù trừ (compensating balance) Số tiền tối thiểu bắt buộc mà một công ty nhận khoản vay phải giữ trong tài khoản séc tại ngân hàng cho vay. 206

sở giao dịch (exchanges) Thị trường thứ cấp trong đó người mua và người bán chứng khoán (hoặc đại lý hoặc nhà môi giới của họ) gặp nhau tại một địa điểm trung tâm để thực hiện giao dịch. 26

số nhân tiền Một tỷ lệ liên quan đến sự thay đổi trong cung tiền đối với một sự thay đổi nhất định trong cơ sở tiền tệ. 333

số nhân tiền gửi đơn giản Sự gia tăng bội số tiền gửi được tạo ra bởi sự gia tăng dự trữ của hệ thống ngân hàng. Hành vi của người gửi tiền và ngân hàng không đóng vai trò gì trong mô hình đơn giản này. 328

số nhân vốn chủ sở hữu (EM) Số lượng tài sản trên một đô la vốn cổ phần. 201

sự trùng hợp thần thánh Một cụm từ do Olivier Blanchard đặt ra, để cập đến tình huống trong đó một chính sách nhằm ổn định lạm phát cũng là chính sách tốt nhất để ổn định hoạt động kinh tế. 562

sự tùy nghi Khi các nhà hoạch định chính sách đưa ra quyết định mà họ tin rằng đó là chính sách tốt nhất để giải quyết một tình huống nhất định tại một thời điểm nhất định. 590

sự tùy nghi có giới hạn Một khuôn khổ trong đó các mục tiêu và chiến thuật chung của các nhà hoạch định chính sách - không bao gồm các hành động cụ thể - được cam

kết trước; khuôn khổ này ấn định một cấu trúc khái niệm và kỷ luật vốn có đối với các nhà hoạch định chính sách nhưng vẫn giữ được tính linh hoạt. 594

suy thoái Là khoảng thời gian trong đó tổng sản lượng giảm sút. 7

tài chính hành vi (behavioral finance) Một nhánh của tài chính áp dụng các khái niệm từ các ngành khoa học xã hội khác, chẳng hạn như nhân học, xã hội học, và đặc biệt là tâm lý học, để giải thích biến động của giá chứng khoán. 157

tài chính trung gian (financial intermediation) Quá trình tài chính gián tiếp theo đó các trung gian tài chính liên kết người cho vay - người tiết kiệm với người đi vay - người chi tiêu. 34

tài khoản quét (sweep account) Một thỏa thuận theo đó bất kỳ số dư nào trên một số tiền nhất định vẫn còn trong tài khoản séc của công ty vào cuối ngày làm việc sẽ được "quét" ra khỏi tài khoản và được đầu tư vào các khoản thanh toán qua đêm trả lãi cho công ty. 247

tài khoản T (T-account) Một bảng cân đối kế toán đơn giản hóa với các dòng ở dạng chữ T chỉ liệt kê những thay đổi xảy ra trong các mục của bảng cân đối kế toán bắt đầu từ một vị thế ban đầu của bảng cân đối kế toán. 192

tài khoản tài chính (financial account) Tài khoản thể hiện các giao dịch quốc tế liên quan đến việc mua hoặc bán tài sản. 437

tài khoản vãng lai (current account) Một tài khoản thể hiện các giao dịch quốc tế liên quan đến hàng hóa và dịch vụ được sản xuất hiện tại. 437

tài sản (asset) Một quyền thụ hưởng về tài chính hoặc một hình thái vật thể lưu trữ giá trị. 3

tài sản thế chấp (collateral) Tài sản cam kết với bên cho vay để bảo đảm thanh toán trong trường hợp bên vay không có khả năng trả nợ. 167

tài sản yếu thế (dominated assets) Các tài sản như tiền và tài sản có thể phát séc, thu được lợi nhuận thấp hơn so với các tài sản khác có độ an toàn tương tự. 473

tam nan đề chính sách (policy trilemma) Ý tưởng cho rằng một quốc gia không thể theo đuổi ba chính sách sau cùng một lúc: tự do dịch chuyển vốn, tỷ giá hối đoái cố định và một chính sách tiền tệ độc lập. 444

tấn công đầu cơ (speculative attack) Liên quan đến việc bán một lượng lớn một đồng tiền yếu hoặc mua một đồng tiền mạnh có thể gây ra sự thay đổi mạnh trong tỷ giá hối đoái. 442

tăng giá (appreciation) Sự gia tăng giá trị của một đồng tiền. 405

thâm hụt ngân sách (budget deficit) Chi tiêu của chính phủ vượt quá thu nhập từ thuế. 10

thặng dư ngân sách (budget surplus) Các khoản thu thuế vượt quá chi tiêu của chính phủ. 10

thanh khoản (liquid) Dễ dàng chuyển đổi thành tiền mặt. 26

thắt chặt chính sách tiền tệ (tightening of monetary policy) Tăng tỷ lệ quỹ liên bang. 303

thắt chặt tự định chính sách tiền tệ (autonomous tightening of monetary policy) Việc tăng lãi suất thực tế ở mọi mức lạm phát cho trước. 503

thất thoát tiền gửi (deposit outflows) Sự suy giảm tiền gửi khi người gửi tiền rút tiền hoặc yêu cầu thanh toán.195

thẻ thông minh (smart card) Một thẻ lưu trữ giá trị có chứa chip máy tính cho phép thẻ được nạp bằng tiền mặt kỹ thuật số từ tài khoản ngân hàng của chủ sở hữu bất cứ khi nào cần. 54

thị trường ngoại hối (foreign exchange market) Thị trường trong đó tỷ giá hối đoái được xác định. 12, 405

thị trường phi tập trung (OTC) Là thị trường thứ cấp trong đó các đại lý tại các địa điểm khác nhau có chứng khoán sẵn sàng mua và bán chứng khoán "qua quầy" cho bất kỳ ai đến và sẵn sàng chấp nhận giá của họ. 26

thị trường sơ cấp (primary market) Là thị trường tài chính trong đó các chứng khoán mới phát hành được bán cho những người mua ban đầu. 25

thị trường tài chính (financial markets) Thị trường trong đó quỹ được chuyển từ những người dư thừa sang những người thiếu hụt. 2

thị trường thứ cấp (secondary market) Một thị trường tài chính trong đó chứng khoán đã được phát hành trước đó (và do đó là chứng khoán cũ) có thể được bán lại. 25

thị trường tiền tệ (money market) Là thị trường tài chính trong đó chỉ có các công cụ nợ ngắn hạn (thường là các công cụ nợ có kỳ hạn gốc dưới một năm) được giao dịch. 27

thị trường vốn (capital market) Một thị trường tài chính tại đó giao dịch nợ dài hạn (thường có thời gian đáo hạn ban đầu lớn hơn một năm) và các công cụ vốn chủ sở hữu. 27

thỏa thuận mua lại (repo) (repurchase agreement) Một thỏa thuận theo đó Fed hoặc một bên khác mua chứng khoán với thỏa thuận là người bán sẽ mua lại chúng trong một khoảng thời gian ngắn, thường là dưới một tuần. 27, 351

thông tin không cân xứng (asymmetric information) Sự hiểu biết không bình đẳng mà mỗi bên tham gia giao dịch có về bên kia. 36

thu nhập (income) Dòng tiền thu về. 50

thu nhập khả dụng (disposable income) Tổng thu nhập khả dụng để chi tiêu, bằng tổng thu nhập trừ thuế. 481

thuế quan (tariffs) Thuế đánh vào hàng hóa nhập khẩu. 409

thương nhân chứng khoán (dealers) Những người liên kết người mua với người bán bằng cách mua và bán chứng khoán theo giá đã nêu. 26

thương nhân chứng khoán sơ cấp (primary dealers) Các thương nhân chứng khoán chính phủ, hoạt động bên cạnh các công ty tư nhân hoặc ngân hàng thương mại, giao dịch với văn phòng thị trường mở của Fed. 321, 351

tiền (cung tiền) (money (money supply)) Bất cứ thứ gì được chấp nhận phổ biến để thanh toán cho hàng hóa hoặc dịch vụ hoặc để trả nợ. 7

tiền đang chuyển (float) Các khoản tiền mặt đang được thu tại Fed trừ đi các khoản tiền mặt trả chậm. 324

tiền điện tử (e-money) Tiền chỉ tồn tại ở dạng điện tử và cũng có thể thay thế tiền mặt. 54

tiền giấy (currency) Tiền giấy (chẳng hạn như tờ đô la) và tiền xu. 28, 49

tiền hàng hóa (commodity money) Tiền được tạo thành từ kim loại quý hoặc một loại hàng hóa có giá trị khác. 53

tiền mạnh (high-powered money) Cơ sở tiền tệ. 319

tiền mặt trong kho (vault cash) Tiền lưu hành được ngân hàng nắm giữ và cất giữ trong kho tiền qua đêm. 191

tiền pháp định (fiat money) Tiền giấy được chính phủ quy định là tiền tệ hợp pháp nhưng không thể chuyển đổi thành tiền xu hoặc kim loại quý. 53

tiền tệ hóa nợ (monetizing the debt) Một phương thức tài trợ cho chi tiêu của chính phủ, theo đó nợ chính phủ phát hành để tài trợ cho chi tiêu của chính phủ được chuyển khỏi tay công chúng và thay vào đó là tiền mạnh. Hay còn gọi là in tiền để chi tiêu. 469

tiêu dùng (consumption) Chi tiêu của người tiêu dùng vào hàng hóa và dịch vụ không lâu bền (bao gồm cả các dịch vụ liên quan đến quyền sở hữu nhà và đồ tiêu dùng lâu bền). 612

tính độc lập về công cụ (instrument independence) Khả năng của ngân hàng trung ương trong việc thiết lập các công cụ chính sách tiền tệ. 305

tính độc lập về mục tiêu (goal independence) Khả năng của ngân hàng trung ương trong việc thiết lập các mục tiêu của chính sách tiền tệ. 305

tính lưu động (quốc tế) (capital mobility) của vốn Một tình huống trong đó người nước ngoài có thể dễ dàng mua tài sản của một quốc gia và cư dân của quốc gia đó có thể dễ dàng mua tài sản nước ngoài. 430

tính thanh khoản (liquidity) Sự dễ dàng và nhanh chóng tương đối để một tài sản có thể được chuyển đổi thành tiền mặt. 52, 87

Tổ chức Thương mại Thế giới (WTO) Một tổ chức có trụ sở chính tại Geneva, Thụy Sĩ, giám sát các quy tắc thực hiện thương mại giữa các quốc gia (thuế quan và hạn ngạch). 439

tốc độ luân chuyển của tiền (velocity of money) Tỷ lệ luân chuyển của tiền tệ; số lần trung bình mỗi năm mà một đô la được chi để mua tổng lượng hàng hóa và dịch vụ cuối cùng được sản xuất trong nền kinh tế. 463

tổng cầu (aggregate demand) Tổng lượng cầu trong một nền kinh tế ở các mức giá khác nhau. 480

tổng cung tiền (monetary aggregates) Các thước đo cung tiền (M1 và M2) được sử dụng bởi Hệ thống Dự trữ Liên bang. 56

tổng sản lượng (aggregate output) Tổng sản lượng sản xuất hàng hóa và dịch vụ cuối cùng trong một nền kinh tế. 7

Tổng sản phẩm quốc nội (GDP) Giá trị của tất cả hàng hóa và dịch vụ cuối cùng được sản xuất trong nền kinh tế trong suốt một năm. 12

tổng thu nhập (aggregate income) Tổng thu nhập của các yếu tố sản xuất (đất đai, lao động, vốn) trong một nền kinh tế. 19

trái phiếu (bond) Một chứng khoán nợ hứa hẹn sẽ thanh toán định kỳ cho người nắm giữ trong một khoảng thời gian xác định. 3

trái phiếu chiết khấu (discount bond) Là công cụ thị trường tín dụng được mua với giá thấp hơn mệnh giá của nó và mệnh giá được hoàn trả vào ngày đáo hạn; nó không thực hiện bất kỳ khoản thanh toán lãi suất nào. Còn được gọi là trái phiếu không coupon. 67

trái phiếu consol Một trái phiếu niên kim vĩnh viễn không có ngày đáo hạn và không phải trả nợ gốc và thực hiện các khoản thanh toán theo kỳ hạn, cố định. 73

trái phiếu coupon (coupon bond) Một công cụ thị trường tín dụng trả cho chủ sở hữu một khoản thanh toán lãi cố định hàng năm cho đến ngày đáo hạn, tại thời điểm đó một số tiền cuối cùng xác định được hoàn trả. 67

trái phiếu không coupon (zero-coupon bond) Xem trái phiếu chiết khấu. 67

trái phiếu nước ngoài (foreign bonds) Trái phiếu được bán ở nước ngoài và được định giá bằng đồng tiền của nước đó. 32

trái phiếu phi rủi ro vỡ nợ (default-free bonds) Trái phiếu không có rủi ro vỡ nợ, chẳng hạn như trái phiếu chính phủ Hoa Kỳ. 118

trái phiếu rác (junk bonds) Trái phiếu có xếp hạng dưới Baa (hoặc BBB) có rủi ro vỡ nợ cao. 121

trần lãi suất tiền gửi (deposit rate ceiling) Hạn chế về mức lãi suất tối đa trả cho các khoản tiền gửi. 245

trạng thái cân bằng thị trường (market equilibrium) Xảy ra trong nền kinh tế khi lượng mà mọi người sẵn sàng mua (cầu) bằng số lượng mà mọi người sẵn sàng bán (cung). 91

cân bằng tổng thể (general equilibrium) Xảy ra khi tất cả các thị trường đồng thời ở trạng thái cân bằng, tại điểm mà tổng lượng cầu bằng với tổng lượng cung. 527

trung gian tài chính (financial intermediaries) Các tổ chức (chẳng hạn như ngân hàng, công ty bảo hiểm, quỹ tương hỗ, quỹ hưu trí và công ty tài chính) vay vốn từ những người có tiết kiệm và sau đó cho người khác vay. 5

trung hạn (intermediate-term) Liên quan đến một công cụ nợ, có thời gian đáo hạn từ một đến mười năm. 25

người theo trường phái Keynes (Keynesian) Người theo luận điểm của John Maynard Keynes, tin rằng những biến động trong mức giá và tổng sản lượng được tạo ra bởi những thay đổi không chỉ trong cung tiền mà còn trong chi tiêu của chính phủ và chính sách tài khóa, và không coi nền kinh tế có tính ổn định cố hữu. 567

tự do hóa tài chính (financial liberalization) Việc loại bỏ các hạn chế đối với thị trường tài chính. 269

tương thích về động cơ (incentive-compatible) Được sử dụng để mô tả một hợp đồng trong đó các động cơ khích lệ của cả hai bên trong hợp đồng phù hợp với nhau. 179

tỷ giá hối đoái (exchange rate) Giá của một đồng tiền được yết theo đồng tiền khác. 405, 484

tỷ giá hối đoái giao ngay (spot exchange rate) Tỷ giá hối đoái cho một giao dịch giao ngay. 405

tỷ giá hối đoái kỳ hạn (forward exchange rate) Tỷ giá hối đoái của một giao dịch kỳ hạn. 405

tỷ giá hối đoái thực (real exchange rate) Là tỷ giá mà hàng hóa trong nước có thể đổi lấy hàng hóa nước ngoài; tức là giá của hàng hóa trong nước so với hàng hóa nước ngoài tính bằng nội tệ. 407

tỷ giá ngoại hối (foreign exchange rate) Xem tỷ giá hối đoái. 12

tỷ lệ đòn bẩy (leverage ratio) Vốn của một ngân hàng chia cho tài sản của nó. 223

tỷ lệ dự trữ bắt buộc (required reserve ratio) Phần tiền gửi mà Fed yêu cầu phải được giữ làm dự trữ. 191, 320

tỷ lệ lạm phát (inflation rate) Tỷ lệ thay đổi của mức giá, thường được đo bằng phần trăm thay đổi mỗi năm. 8

tỷ lệ sản lượng tự nhiên (natural rate of output) Mức tổng sản lượng tạo ra theo tỷ lệ thất nghiệp tự nhiên - tỷ lệ mà tiền lương hoặc giá cả không có xu hướng thay đổi. 372, 521

tỷ lệ thất nghiệp (rate of unemployment) Tỷ lệ lực lượng lao động không làm việc. 7

tỷ lệ thất nghiệp lạm phát không tăng tốc (NAIRU) Tỷ lệ thất nghiệp không có xu hướng làm thay đổi lạm phát. 395

tỷ lệ thất nghiệp tự nhiên (natural rate of unemployment) Tỷ lệ thất nghiệp phù hợp với mức toàn dụng; là tỷ lệ tại đó cầu lao động bằng cung lao động. 371, 521

tỷ suất lãi vốn (rate of capital gain) Sự thay đổi giá của chứng khoán so với giá mua ban đầu. 77

tỷ suất lợi nhuận (rate of return) Xem lợi suất. 75

Ủy ban Basel về Giám sát Ngân hàng (Basel Committee on Banking Supervision) Một ủy ban quốc tế các nhà giám sát ngân hàng họp dưới sự bảo trợ của Ngân hàng Thanh toán Quốc tế tại Basel, Thụy Sĩ. 223

ủy ban quản lý tiền tệ (currency board) Một chế độ tiền tệ trong đó nội tệ được đảm bảo 100% bằng ngoại tệ (ví dụ như đô la) và trong đó cơ quan phát hành giấy bạc, cho dù là ngân hàng trung ương hay chính phủ, thiết lập một tỷ giá hối đoái cố định đối với ngoại tệ này và sẵn sàng trao đổi nội tệ với tỷ giá này bất cứ khi nào công chúng yêu cầu. 454

Ủy ban Thị trường Mở Liên bang (FOMC) Cơ quan đưa ra các quyết định liên quan đến việc tiến hành các hoạt động thị trường mở; bao gồm bảy thành viên của Hội đồng thống đốc của Hệ thống Dự trữ Liên bang, chủ tịch của Ngân hàng Dự trữ Liên bang New York, và chủ tịch của bốn ngân hàng Dự trữ Liên bang khác (trên cơ sở luân phiên). 295

vấn đề giới hạn dưới bằng không (zero-lower-bound problem) Một tình huống trong đó ngân hàng trung ương không thể giảm lãi suất ngắn hạn hơn nữa vì đã chạm sàn mức 0. 358

vấn đề người ăn theo (free-rider problem Vấn đề xảy ra khi những người không trả tiền cho thông tin lợi dụng thông tin mà người khác đã trả tiền. 171

vấn đề người sở hữu - người đại diện (principal–agent problem) Một vấn đề rủi ro đạo đức xảy ra khi các nhà quản lý nắm quyền kiểm soát (người đại diện) hành động vì lợi ích của họ thay vì lợi ích của chủ sở hữu (bên sở hữu), do sự khác nhau trong động cơ. 175

vấn đề quá lớn để phá sản (too-big-to-fail problem) Vấn đề trong đó các nhà quản lý miễn cưỡng đóng cửa các định chế tài chính lớn vì làm như vậy có thể dẫn đến khủng hoảng tài chính. 220

vấn đề tiền hậu bất nhất (time-inconsistency problem) Vấn đề xảy ra khi các nhà hoạch định chính sách tiền tệ thực hiện chính sách tiền tệ một cách tùy nghi và theo đuổi các chính sách mở rộng hấp dẫn trong ngắn hạn nhưng lại dẫn đến kết quả kém trong dài hạn. 370

vay chiết khấu (discount loans) Các khoản vay của ngân hàng từ Hệ thống Dự trữ Liên bang; còn được gọi là ứng trước. 190

vay phân bổ toàn phần (fully amortized loan) Xem vay thanh toán cố định. 67

vay thanh toán cố định (fixed-payment loan) Một công cụ thị trường tín dụng cung cấp cho người vay một số tiền được hoàn trả thông qua các khoản thanh toán định kỳ cố định (thường là hàng tháng) được thực hiện trong một số năm nhất định. 67

vay thế chấp (mortgages) Các khoản vay cho các hộ gia đình hoặc các công ty muốn mua nhà ở, đất đai, hoặc các công trình kiến trúc thực khác; chính các cấu trúc hoặc đất đai đó được dùng làm tài sản thế chấp cho khoản vay. 30

vỡ nợ (default) Một tình huống trong đó bên phát hành công cụ nợ không thể trả lãi hoặc trả hết số tiền còn nợ khi công cụ đó đáo hạn. 28, 117

vốn (capital) Của cải, dưới hình thức tài chính hoặc vật chất, được sử dụng để tạo ra nhiều của cải hơn. 24

vốn chủ sở hữu (equities) Quyền thụ hưởng đối với một phần thu nhập ròng và tài sản của một doanh nghiệp (chẳng hạn như cổ phiếu phổ thông). 25

vốn cổ phần (equity capital) Xem giá trị ròng. 174

xác minh trạng thái tốn kém (costly state verification) Việc giám sát các hoạt động của công ty, một quá trình tốn kém cả về thời gian và tiền bạc. 176

xu hướng tiêu dùng biên (marginal propensity to consume) Độ dốc của đường hàm tiêu dùng đo lường sự thay đổi trong chi tiêu của người tiêu dùng do thu nhập khả dụng tăng thêm. 482

xuất khẩu ròng (net exports) Chi tiêu nước ngoài ròng cho hàng hóa và dịch vụ trong nước, bằng xuất khẩu trừ nhập khẩu. 437, 481, 515

xuất khẩu ròng tự định (autonomous net exports) Mức xuất khẩu ròng được coi là ngoại sinh (nằm ngoài mô hình). 485

xung đột lợi ích (conflicts of interest) Một biểu hiện của rủi ro đạo đức. Xung đột lợi ích xảy ra khi một định chế tài chính cung cấp nhiều dịch vụ với những mục tiêu xung đột lẫn nhau, có thể khiến công ty che giấu thông tin quan trọng hoặc công bố thông tin sai lệch. 38

yêu cầu dự trữ (reserve requirements) Các quy định bắt buộc các tổ chức lưu ký phải giữ một phần nhất định tiền gửi của họ trong tài khoản với Fed. 191

CÁC KÝ HIỆU THƯỜNG DÙNG

Ký hiệu	Thuật ngữ
Δ	thay đổi trong biến
π	tỷ lệ lạm phát
π^e	lạm phát kỳ vọng
π^T	mục tiêu lạm phát
AD	đường tổng cầu
AS	đường tổng cung
B^d	cầu trái phiếu
B^s	cung trái phiếu
BR	dự trữ vay
c	tỷ lệ tiền lưu thông
C	thanh toán coupon hàng năm
C	tiền lưu thông
C	chi tiêu tiêu dùng
D	đường cầu
D	tiền gửi có thể phát séc
DL	khoản vay chiết khấu
e	tỷ lệ dự trữ vượt mức
E_t	tỷ giá hối đoái (giao ngay)
E_{par}	tỷ giá hối đoái theo mệnh giá (cố định)
$(E^e_{t+1} - E_t)/E_t$	tăng giá dự kiến của đồng nội tệ
EM	hệ số nhân vốn chủ sở hữu
ER	dự trữ vượt mức
f	ma sát tài chính
G	mua của chính phủ
i	lãi suất (lãi suất đáo hạn)
i_d	tỷ lệ chiết khấu
i^D	lãi suất của tài sản trong nước
i^F	lãi suất của tài sản nước ngoài
i_{or}	lãi suất trả cho dự trữ
I	chi tiêu đầu tư có kế hoạch
IS	Đường IS
m	số nhân tiền
M	cung tiền
M^d	cầu tiền
M^s	cung tiền
$M1$	tổng tiền tệ M1
$M2$	tổng tiền tệ M2
MB	cơ sở tiền tệ (tiền mạnh)
MB_n	cơ sở tiền tệ không vay
MP	đường chính sách tiền tệ
mpc	xu hướng tiêu dùng cận biên
NBR	dự trữ không vay
NX	xuất khẩu ròng
P	mức giá
P_s	giá cổ phiếu
P_t	giá của một chứng khoán tại thời điểm t
ρ	cú sốc giá
r	lãi suất thực
rr	tỷ lệ dự trữ bắt buộc đối với tiền gửi có thể phát séc
R	dự trữ
R	lợi suất
R^e	lợi suất kỳ vọng
R^D	lợi suất kỳ vọng từ tiền gửi trong nước
R^F	lợi suất kỳ vọng từ tiền gửi nước ngoài
ROA	lợi suất trên tài sản
ROE	lợi suất trên vốn chủ sở hữu
RR	dự trữ bắt buộc
S	đường cung
T	thuế
V	vận tốc của tiền
Y	tổng sản lượng (thu nhập quốc dân)
Y^{ad}	tổng cầu
Y^P	sản lượng tiềm năng (mức tỷ lệ tự nhiên của sản lượng)

ÁP DỤNG LÝ THUYẾT VÀO THẾ GIỚI THỰC: ỨNG DỤNG VÀ HỘP

Các ứng dụng

Hộp Theo dòng tin tài chính

Hộp Toàn cầu

Hộp Bên trong Fed

Hộp Đọc thêm